



Second Session  
Thirty-seventh Parliament, 2003

## SENATE OF CANADA

---

*Proceedings of the Standing  
Senate Committee on*

# Banking, Trade and Commerce

*Chair:*

The Honourable RICHARD H. KROFT

---

Wednesday, October 8, 2003 (in camera)  
Wednesday, October 22, 2003 (in camera)  
Thursday, October 23, 2003

---

**Issue No. 27**

**Fourteenth and fifteenth meetings on:**

The examination on the administration and operation  
of the Bankruptcy and Insolvency and the  
Companies' Creditors Arrangement Act.

and

**Twentieth meeting on:**

The present state of the domestic and  
international financial system

---

WITNESSES:  
(See back cover)

Deuxième session de la  
trente-septième législature, 2003

## SÉNAT DU CANADA

---

*Délibérations du Comité  
sénatorial permanent des*

# Banques et du commerce

*Président:*

L'honorable RICHARD H. KROFT

---

Le mercredi 8 octobre 2003 (à huis clos)  
Le mercredi 22 octobre 2003 (à huis clos)  
Le jeudi 23 octobre 2003

---

**Fascicule n° 27**

**Quatorzième et quinzième réunions concernant:**

L'étude sur l'application de la Loi sur la faillite  
et l'insolvabilité et la Loi sur les arrangements  
avec les créanciers des compagnies

et

**Vingtième 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 Richard H. Kroft, *Chair*

The Honourable David Tkachuk, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Angus Biron	Kroft * Lynch-Staunton (or Kinsella)
* Carstairs, P.C. (or Robichaud, P.C.)	Massicotte
Eyton	Moore
Fitzpatrick	Oliver
Hervieux-Payette, P.C.	Prud'homme, P.C.

\* *Ex Officio Members*

*Changes in membership of the committee:*

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

The name of the Honourable Senator Oliver substituted for that of the Honourable Senator Stratton (*October 23, 2003*).

The name of the Honourable Senator Eyton substituted for that of the Honourable Senator Kelleher (*October 23, 2003*).

The name of the Honourable Senator Stratton substituted for that of the Honourable Senator Meighen (*October 22, 2003*).

The name of the Honourable Senator Fitzpatrick substituted for that of the Honourable Senator Harb (*October 16, 2003*).

The name of the Honourable Senator Harb substituted for that of the Honourable Senator Fitzpatrick (*October 8, 2003*).

The name of the Honourable Senator Fitzpatrick substituted for that of the Honourable Senator Chaput (*October 3, 2003*).

The name of the Honourable Senator Chaput substituted for that of the Honourable Senator Fitzpatrick (*October 2, 2003*).

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES  
BANQUES ET DU COMMERCE

*Président:* L'honorable Richard H. Kroft

*Vice-président:* L'honorable David Tkachuk

et

Les honorables sénateurs:

Angus Biron	Kroft * Lynch-Staunton (ou Kinsella)
* Carstairs, c.p. (ou Robichaud, c.p.)	Massicotte
Eyton	Moore
Fitzpatrick	Oliver
Hervieux-Payette, c.p.	Prud'homme, c.p.

\* *Membres d'office*

*Modifications de la composition du comité:*

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

Le nom de l'honorable sénateur Oliver substitué à celui de l'honorable sénateur Stratton (*le 23 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Eyton substitué à celui de l'honorable sénateur Kelleher (*le 23 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Stratton substitué à celui de l'honorable sénateur Meighen (*le 22 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Fitzpatrick substitué à celui de l'honorable sénateur Harb (*le 16 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Harb substitué à celui de l'honorable sénateur Fitzpatrick (*le 8 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Fitzpatrick substitué à celui de l'honorable sénateur Chaput (*le 3 octobre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Chaput substitué à celui de l'honorable sénateur Fitzpatrick (*le 2 octobre 2003*).

**MINUTES OF PROCEEDINGS**

OTTAWA, Wednesday, October 8, 2003  
(45)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 6:20 p.m. in camera pursuant to rule 92(2)(f) for the purpose of considering a draft report, in room 505, Victoria Building, the Deputy Chair, the Honourable David Tkachuk, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Angus, Biron, Kelleher, P.C., Massicotte, Moore, Prud'homme, P.C. and Tkachuk (7).

*In attendance:* From the Economic Division, Parliamentary Research Branch, Library of Parliament: Ms. June Dewetering, Acting Principal Division and Mr. Yoine Goldstein, Counsel to the Committee.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Tuesday, October 29, 2002, the committee continued its examination of the administration and operation of the Bankruptcy and Insolvency Act and the Companies' Creditors Arrangement Act.

The committee discussed issues to be included in a draft report.

At 8:00 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

OTTAWA, Thursday, October 22, 2003  
(46)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:15 p.m. in camera pursuant to rule 92(2)(f) for the purpose of considering a draft report, in room 505, Victoria Building, the Chair, the Honourable Richard H. Kroft, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Angus, Biron, Hervieux-Payette, P.C., Kroft, Massicotte, Meighen, Moore, Prud'homme, P.C., and Tkachuk (9).

*In attendance:* From the Economic Division, Parliamentary Research Branch, Library of Parliament: Ms. June Dewetering, Acting Principal Division and Mr. Yoine Goldstein, Counsel to the Committee.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Tuesday, October 29, 2002, the committee continued its examination of the administration and operation of the Bankruptcy and Insolvency Act and the Companies' Creditors Arrangement Act.

The committee considered a draft report.

**PROCÈS-VERBAUX**

OTTAWA, le mercredi 8 octobre 2003  
(45)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 18 h 20, à huis clos, pour examiner une ébauche de rapport, conformément à l'alinéa 92(2)f) du Règlement, dans la salle 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable sénateur Tkachuk (*vice-président*).

*Membres du comité présents:* Les honorables sénateurs Angus, Biron, Kelleher, c.p., Massicotte, Moore, Prud'homme, c.p., et Tkachuk (7).

*Également présents:* De la Direction de la recherche de la Bibliothèque du Parlement: Mme June Dewetering, directrice intérimaire, Division de l'économie, et M. Yoine Goldstein, conseiller juridique du comité.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 29 octobre 2002, le comité poursuit son examen de l'application de la Loi sur la faillite et l'insolvabilité et de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies.

Le comité discute des points devant être rajoutés à l'ébauche de rapport.

À 20 heures, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ:

OTTAWA, le jeudi 22 octobre 2003  
(46)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 15, à huis clos, pour examiner une ébauche de rapport, conformément à l'alinéa 92(2)f) du Règlement, dans la salle 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable sénateur Kroft (*président*),

*Membres du comité présents:* Les honorables sénateurs Angus, Biron, Hervieux-Payette, c.p., Kroft, Massicotte, Meighen, Moore, Prud'homme, c.p., et Tkachuk (9).

*Également présents:* De la Direction de la recherche de la Bibliothèque du Parlement: Mme June Dewetering, directrice intérimaire, Division de l'économie, et M. Yoine Goldstein, conseiller juridique du comité.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 29 octobre 2002, le comité poursuit son examen de l'application de la Loi sur la faillite et la solvabilité et de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies.

Le comité examine une ébauche de rapport.

At 5:55 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

OTTAWA, Thursday, October 23, 2003  
(47)

[English]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 11:05 a.m., this day, in room 505, Victoria Building, the Chair, the Honourable Richard H. Kroft, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Angus, Biron, Hervieux-Payette, P.C., Kroft, Massicotte, Moore, Oliver, Prud'homme, P.C., and Tkachuk (9).

*In attendance:* From the Parliamentary Research Branch, Library of Parliament: Ms. June Dewetering, Acting Principal, Economic Division.

*Also in attendance:* The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Wednesday, October 23, 2002, the committee continued its examination into the present state of the domestic and international financial system. (*See Issue No. 1, October 23-24, 2002, for full text of the Order of Reference.*)

WITNESSES:

*From the Bank of Canada:*

David Dodge, Governor;

Paul Jenkins, Senior Deputy Governor.

Mr. Dodge made a statement and with Mr. Jenkins answered questions.

At 12:35 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

À 17 h 55, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ:

OTTAWA, le jeudi 23 octobre 2003  
(47)

[Traduction]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 11 h 05, dans la salle 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable sénateur Kroft (*président*).

*Membres du comité présents:* Les honorables sénateurs Angus, Biron, Hervieux-Payette, c.p., Kroft, Massicotte, Moore, Oliver, Prud'homme, c.p., et Tkachuk (9).

*Aussi présente:* De la Direction de la recherche de la Bibliothèque du Parlement: Mme June Dewetering, directrice intérimaire, Division de l'économie.

*Également présents:* Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mercredi 23 octobre 2002, le comité poursuit son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 1 des 23 et 24 octobre 2002.*)

TÉMOINS:

*De la Banque du Canada:*

David Dodge, gouverneur;

Paul Jenkins, premier sous-gouverneur.

M. Dodge fait une déclaration puis, aidé de M. Jenkins, répond aux questions.

À 12 h 35, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ:

*Le greffier du comité,*

Denis Robert

*Clerk of the Committee*

**EVIDENCE**

OTTAWA, Thursday, October 23, 2003

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 11:05 a.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system.

**Senator Richard H. Kroft** (*Chairman*) in the Chair.

[*English*]

**The Chairman:** I would like to welcome our guests, Mr. David Dodge, Governor of the Bank of Canada and Mr. Paul Jenkins, the Senior Deputy Governor of the Bank of Canada.

This is our opportunity, which we have a couple of times a year, to visit with you at the time that you are providing insight into the country's affairs. I am always of mixed emotions. We are sort of last in your run of appearances over a couple of days and I think that cuts both ways. From our point of view, we have been able to watch and see and find out what you are saying and see what openings you may have given us. I am sure that our witnesses have saved things especially for us that they have not told anyone else.

It is a sincere pleasure to have you both with us here. As usual, we will begin with an opening statement in whatever way you wish to provide that. Then, as you are quite accustomed, we will go to the senators on the committee for questioning.

Governor, please proceed.

**Mr. David Dodge, Governor, Bank of Canada:** Honourable senators, it certainly is our pleasure to be here a couple of times a year to have a discussion with you and indeed, through you, with Canadians about monetary policy at the Bank of Canada.

I am pleased that this year, for the first time, I have with me Paul Jenkins in his new role as Senior Deputy Governor. We at the bank are extraordinarily pleased that our board appointed Mr. Jenkins to this job.

As you indicated, Mr. Chairman, you have our report before you. It is probably most useful if I keep my opening remarks very brief to allow as much time as possible for questions.

The last time that I appeared here was after the release of our April report.

[*Translation*]

Since April, our economy has been hit by a number of unusual shocks. Because of these shocks and other factors, growth has been weaker than projected when we were last here in April.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le jeudi 23 octobre 2003

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 11 h 05 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international.

**Le sénateur Richard H. Kroft** (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

**Le président:** Je déclare la séance ouverte. J'aimerais souhaiter la bienvenue à nos témoins, M. David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, et M. Paul Jenkins, premier sous-gouverneur de la Banque du Canada.

C'est l'occasion qui nous est donnée, quelques fois au cours de l'année, de vous rencontrer au moment où vous livrez vos pronostics sur les affaires du pays. J'éprouve toujours des sentiments partagés. Nous sommes en quelque sorte les derniers sur votre liste d'apparitions publiques des derniers jours et je pense que c'est quelque chose qui joue des deux côtés. De notre point de vue, nous avons l'occasion de surveiller, de voir et de trouver ce que vous voulez dire et de voir les ouvertures que vous pouvez nous faire. Je suis sûr que nos témoins ont gardé expressément pour nous des choses qu'ils n'ont révélées à personne d'autre.

C'est un plaisir sincère de vous accueillir tous les deux ici aujourd'hui. Comme d'habitude, nous allons commencer par une déclaration préliminaire et ensuite, comme vous le savez, les membres du comité vous poseront des questions.

Gouverneur, vous avez la parole.

**M. David Dodge, gouverneur, Banque du Canada:** Honorables sénateurs, c'est certainement un plaisir que de vous rencontrer deux fois par année pour discuter, avec vous et, par votre intermédiaire, avec les Canadiens, de la politique monétaire de la Banque du Canada.

Je suis heureux parce que, pour la première fois, je suis accompagné de Paul Jenkins dans son nouveau rôle de premier sous-gouverneur de la Banque du Canada. À la banque, nous sommes immensément heureux que le conseil d'administration ait nommé M. Jenkins à ce poste.

Comme vous l'avez indiqué, monsieur le président, vous avez devant vous notre rapport. Il est probablement plus utile que ma déclaration préliminaire soit très brève de manière à laisser le plus de temps possible aux questions.

La dernière fois que je me suis adressé à votre comité, c'était après la publication de la livraison d'avril du rapport.

[*Français*]

Depuis avril, l'économie canadienne a subi plusieurs chocs inhabituels. À cause de ces chocs et d'autres facteurs, la croissance a été plus lente que prévue quand nous étions ici en avril.

We now estimate that there is more slack in the economy than we had projected in April. On the positive side, the prospects for near-term growth in the global economy have improved since April, and geopolitical uncertainty has continued to decrease.

[English]

We expect that growth in the Canadian economy will strengthen during the fourth quarter of this year and through 2004. On balance, the expansion should be above the rate of potential growth, supported primarily by solid household spending and increased business investment.

Stronger growth abroad should boost foreign demand for Canadian products, but this will be dampened by the higher value of the Canadian dollar. Our base projection is that growth should average a little over 3 per cent in the second half of 2003 and about 3.75 per cent in 2004. With growth above potential, the slack in the economy should be absorbed by early 2005.

We expect core inflation to average just over 1.5 per cent for the remainder of this year, to fall to just above 1 per cent in early 2004 as the effects of earlier increases in auto insurance premiums dissipate, and then return to 2 per cent by about mid-2005 as the economic slack is taken up.

Honourable senators, I do want to emphasize that there are significant risks to this economic outlook. These risks relate to the timing and magnitude of adjustments to global economic imbalances. In particular, there is uncertainty about both the likely changes in key global exchange rates and their effect on the Canadian economy. There is also uncertainty about the sustainability of U.S. growth beyond mid-2004.

I should like to conclude by stressing that we are assessing — and will continue to assess — the implication of all these developments, both those that have occurred so far this year and those that will occur as we go forward, for output and inflation in Canada. We will continue to assess what this means for monetary policy going forward.

**Senator Angus:** Congratulations to you, Mr. Jenkins. We are also very pleased to see you here in this new capacity. Mr. Governor, we were delighted to hear in the press this morning and at the committee yesterday that you intend to serve out your full term. I believe all of us here are reassured by this continuity and stability at the bank. You might note some changes here at this committee. I know some of them are people well known to you, and this is a good thing.

**Mr. Dodge:** There is still stability in your seat, senator.

**Senator Angus:** There is a lot of continuity, but not on our side.

La Banque estime maintenant que la marge de capacité excédentaire au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril, mais, du côté positif, la conjoncture économique mondiale, à court terme, s'est embellie depuis avril, et l'incertitude géopolitique a continué de diminuer.

[Traduction]

Le rythme de progression de l'activité devrait dépasser au cours de cette période celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements des entreprises.

Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais ce dernier sera freiné par l'appréciation de notre monnaie. Le rythme d'expansion devrait se situer en moyenne légèrement au-dessus de 3 p. 100 au second semestre de 2003 et aux alentours de 3,75 p. 100 en 2004. Dans ces conditions, la marge de capacités excédentaires devrait s'être résorbée au début de 2005.

La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence se situe à un peu plus de 1,5 p. 100 en moyenne d'ici la fin de 2003, puis descende pour s'établir tout juste au-dessus de 1 p. 100 au début de 2004, à mesure que se dissiperont les effets des hausses passées des primes d'assurance-automobile pour ensuite revenir à 2 p. 100 vers le milieu de 2005 avec la disparition graduelle de la marge de capacités excédentaires.

Mesdames et messieurs, je tiens cependant à souligner que des risques importants pèsent sur ces perspectives économiques. Ceux-ci sont liés au moment et à l'ampleur des ajustements aux déséquilibres économiques mondiaux. Il y a notamment incertitude en ce qui concerne tant l'évolution probable des taux de change des grandes monnaies du monde que l'incidence de cette évolution sur l'économie canadienne. On ne sait pas non plus si l'expansion de l'économie des États-Unis se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004.

Permettez-moi aussi de souligner que nous évaluons — et continuerons d'évaluer — les répercussions possibles, sur la demande et l'inflation au Canada, de tous ces ajustements, passés et à venir. Nous continuerons d'évaluer leurs incidences sur la conduite de la politique monétaire.

**Le sénateur Angus:** Félicitations, monsieur Jenkins. Nous sommes également heureux de vous voir ici dans vos nouvelles fonctions. Monsieur le gouverneur, nous sommes heureux d'apprendre, dans la presse ce matin et au comité hier, que vous avez l'intention de terminer votre mandat. Je crois que tous ici, nous sommes rassurés par cette continuité et par cette stabilité à la banque. Vous pouvez constater que certains changements ont été effectués au sein du présent comité. Je sais que vous connaissez très bien certaines des personnes, et c'est une bonne chose.

**M. Dodge:** Il y a encore de la stabilité dans votre fauteuil, sénateur.

**Le sénateur Angus:** Il y a beaucoup de continuité, mais pas de notre côté.

As you know from past appearances here, I have had an ongoing preoccupation with both the level of the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar, and also with the nature and extent of the spread between U.S. and Canadian interest rates. You will probably see a bit of a smile on my face in both accounts at the moment.

I should like to focus on the Canadian dollar in this first round, chairman. As we all know, just a few minutes ago it was around 76.5 cents — far up from where it was. I believe there has been roughly a 21 per cent increase since July in the level of the Canadian dollar. I will bundle the question in three parts that you can deal with.

First, everyone is talking about the rate of the Canadian dollar, some people are happy, but the headline in *The Globe and Mail* would suggest that Bay Street is not. There are various suggestions as to what the causes are for the rapid increase in the rate. You have indicated that you personally are not preoccupied with the level, but maybe possibly a little bit preoccupied by the rate of increase in the rate, but I am not certain where you stand.

The other issue is what is the outlook. Is the higher level of the Canadian dollar a good thing or a bad thing for Canada's economy? What are the causes of it and what is the outlook for the short term?

**Mr. Dodge:** I should like to first speak to the evolution that has taken place. The evolution has really taken place since April. When we were here in April, it was 69 cents, or thereabouts. We are up 10 per cent or 11 per cent since that time.

Why have we moved over that period? Fundamentally, we have a weakness in the U.S. dollar — not just against Canadian currency but also against most major currencies of the world, leaving aside the currencies of non-Japan Asia. Primarily, we are seeing a desire to reduce exposure to the U.S. dollar and then looking elsewhere to go. If you had to pick a single factor, the biggest factor is not that everyone loves Canada but that people really do want to get out of the U.S. at those levels, which were prevailing in 2002 and continue to do so.

It has been very volatile, as you indicated. We expect that volatility to continue. Beyond that, are there domestic reasons? Canada looks like a pretty good place to put your money, or to place your bets. We are the only G7 country that has a balanced budget, we now, as a country, have one of the lowest debt-to-GDP ratios, and so the fiscal side is solid. We have a long and solid track record on monetary policy and, indeed, we have outgrown most of the other countries in the G7 pretty solidly for

Comme vous le savez à partir de vos comparutions antérieures ici, j'ai toujours été préoccupé par la valeur du dollar canadien par rapport à celle du dollar U.S. et par la nature et l'ampleur de l'écart entre les taux d'intérêt américains et canadiens. Vous allez probablement deviner un petit sourire sur mes lèvres à ces deux chapitres en ce moment.

Monsieur le président, j'aimerais me concentrer dans le premier tour de table sur le dollar canadien. Comme vous le savez tous, il y a tout juste quelques minutes, il était à 76,5 cent — un très forte augmentation par rapport à ce qu'il était. Je crois qu'il y a eu une appréciation d'environ 21 p. 100 du dollar canadien depuis juillet. Je vais séparer ma question en trois parties pour que vous puissiez y répondre.

Premièrement, tout le monde parle de la valeur du dollar canadien, certaines personnes sont heureuses, mais les manchettes du *Globe and Mail* semblent indiquer que ce n'est pas le cas de Bay Street. On a proposé diverses explications à la hausse rapide du dollar. Vous avez indiqué que, personnellement, vous n'êtes pas préoccupé par la valeur même, mais qu'il est possible que vous soyez peut-être un peu préoccupé par le rythme d'augmentation de cette valeur, mais je ne suis pas certain de votre position.

L'autre question, c'est quelles sont les perspectives. Est-ce que la valeur accrue du dollar canadien est une bonne chose ou une mauvaise chose pour l'économie canadienne? Quelles sont les causes de l'augmentation de sa valeur et quelles sont les perspectives à court terme?

**M. Dodge:** J'aimerais d'abord parler de l'évolution qui a eu lieu. Cette évolution a vraiment eu lieu depuis avril. Lorsque nous avons comparu devant vous en avril, sa valeur était d'environ 69 cents. Il a connu une appréciation de 10 ou 11 p. 100 depuis ce temps.

Pourquoi a-t-il bougé au cours de cette période? Fondamentalement, nous sommes devant une faiblesse du dollar américain — non pas seulement par rapport à la monnaie canadienne, mais également par rapport à la plupart des grandes monnaies du monde, si on laisse de côté les monnaies asiatiques, à l'exclusion du Japon. Nous avons vu principalement un désir de réduire l'exposition au dollar U.S., et ensuite, de trouver un autre endroit où aller. Si vous aviez à choisir un facteur unique, le principal facteur ce n'est pas que tout le monde aime le Canada, mais plutôt que les gens veulent vraiment sortir des États-Unis, à ces valeurs, qui avaient cours en 2002 et qui continuent d'avoir cours.

Comme vous l'avez indiqué, la situation a été très volatile. Nous estimons que cette volatilité se maintiendra. Au-delà de cela, y a-t-il des raisons au niveau national? Le Canada semble être un très bon endroit pour placer son argent ou pour placer sa mise. Nous sommes le seul pays du G7 à présenter un budget équilibré; le pays a maintenant un des plus faibles rapports dette-PIB, alors, l'aspect budgétaire est solide. Nous avons de longs antécédents et des antécédents solides en matière de politique

the last three years, so Canada is quite an attractive place to go when you do not want to be in the U.S. dollar.

In respect of interest rates, we are clearly higher at the very short end than the United States. Our spreads at the long end are pretty normal in terms of the differential with the Americans; they are certainly in the middle of a fairly wide normal range. Perhaps they are just a titch wider at the short end, but compared with other countries whose currencies are also appreciating, we are kind of in the middle of the pack. Some — Australia for example — have considerably higher spreads against the U.S. than we do. Others such as Japan clearly have much lower spreads. Fundamentally, in terms of causes, you have to look beyond the border.

That is the history. Looking forward, there are some things that also look fairly favourable for this country. With stronger world growth, what we have seen is U.S. dollar commodities priced in U.S. dollars. Those prices have been improving — in particular base metals — and there is clearly some improvement in the pulp and paper side and in other commodities. That is also favourable and particularly favourable to Canada and Australia if you look at the larger currencies that have appreciated against the U.S.

In respect of the outlook, there is some reason to think that Canada will continue to look like a pretty favourable place to go. There is a bigger question in terms of just how anxious people will be to move out of the U.S. dollar, and that almost varies from day to day and week to week. Much of that is sentiment and it is extraordinarily difficult to predict.

That is a broad answer to your broad question.

**Senator Angus:** Is the current level of 76 to 80 cents a good or bad thing for Canadians? You have not pronounced on that. Is it something you would prefer not to comment on because of the delicacy?

**Mr. Dodge:** No. “Good” or “bad” are not adjectives that I would use. The exchange rate is a price, like any other price, that will equilibrate supply and demand, and whether that price is high or low, a price is the price.

It is better viewed from the point of view that we have had a quite a sharp adjustment since April in a limited period of time. The issue is when rates move that fast, how quickly the economy — business and everyone else — actually adjusts and can adjust to those price changes.

monétaire et, en effet, notre croissance a battu assez solidement celle de la plupart des autres pays du G7 au cours des trois dernières années, alors, pour quelqu'un qui veut éviter le dollar américain, le Canada offre certainement des perspectives très intéressantes.

En ce qui concerne les taux d'intérêt, nous avons un taux clairement plus élevé à très court terme que les États-Unis. Nos écarts à long terme sont assez normaux en termes de différence avec les Américains; ils se situent certainement au milieu d'une plage normale assez étendue. Peut-être sont-ils un rien plus étendus à court terme, mais comparativement à d'autres pays dont les monnaies s'apprécient également, nous sommes à peu près au milieu du groupe. Certains — l'Australie, par exemple — ont des écarts considérablement plus élevés que nous par rapport aux États-Unis. D'autres, comme le Japon, ont clairement des écarts beaucoup plus faibles. Fondamentalement, pour trouver les causes, vous devez regarder au-delà de la frontière.

Cela, c'est l'histoire. Si on regarde vers l'avenir, il y a certains autres facteurs qui semblent également assez favorables à notre pays. Avec une croissance mondiale plus vigoureuse, nous avons vu que le prix des produits fixé en dollars US avait augmenté — en particulier, les métaux communs — et il y a clairement une certaine amélioration du côté des pâtes et papiers et d'autres produits. C'est également favorable, et particulièrement favorable pour le Canada et l'Australie, si vous regardez les plus grandes monnaies qui ont pris de la valeur par rapport à la monnaie américaine.

En ce qui concerne les perspectives, il y a des raisons de croire que le Canada continuera de ressembler à un endroit très attrayant. Il y a une question plus large à répondre en termes du degré de précipitation avec lequel les gens voudront délaisser le dollar US, et cela varie presque d'une journée à l'autre et d'une semaine à l'autre. Une bonne partie de cette question tient aux sentiments et c'est quelque chose d'extraordinairement difficile à prévoir.

Voilà la réponse générale à votre question générale.

**Le sénateur Angus:** Est-ce que la valeur actuelle de 76 à 80 cents est une bonne ou une mauvaise chose pour les Canadiens? Vous n'avez pas donné votre avis sur cette question. Est-ce une question sur laquelle vous préférez ne pas vous prononcer à cause de la nature délicate de la chose?

**M. Dodge:** Non. Je n'utiliserai pas les adjectifs «bon» ou «mauvais.» Le taux de change est un prix comme n'importe quel autre prix qui établit l'équilibre entre l'offre et la demande, et que le prix soit élevé ou faible, un prix demeure un prix.

Il est préférable de le voir sous un autre angle: nous avons connu un ajustement assez brutal depuis avril dans un court laps de temps. La question, c'est lorsque la valeur bouge aussi rapidement, comment rapidement l'économie — les entreprises et tous les autres — s'ajuste-t-elle et peut-elle s'ajuster à ces changements de prix?

It is fair to say, therefore, that it is always easier, whether the rate is moving up or down, to make the adjustments if that movement takes place smoothly rather than quickly.

**Senator Angus:** You indicated — I believe yesterday, or in the monetary policy report — that there are global forces at work that are quite beyond the control of our own policy-makers in this country. I would be interested to know maybe one or two of what those are, particularly in light of the fact that in the past we have discussed here, and even debated about, whether Canada is a commodity-based economy and whether our dollar is a direct function of commodity prices. We have in fact seen a sharp rise in base metal prices since the spring, and in the dollar as well. It makes me think that maybe we are still pretty much tied to the commodity prices.

**Mr. Dodge:** Let me go back to the first part of your question. I will start and then ask Mr. Jenkins to pick up on it.

First, you have to look at the state of global demand. As I indicated in my remarks, and as we go through the report, in fact global demand seems to be growing a bit faster as we near the end of 2003 than we might have anticipated. We have had quite a sharp recovery in demand in the United States, in the second and, we think, especially the third quarter of the year. We have got very strong performance in China and India. We have better-than-expected performance in Japan — not really robust but better than expected. Europe is bad, but no worse than had been anticipated.

Therefore, we do have a stronger world economy, and a stronger world economy is just plain ordinary good for Canada.

**Senator Angus:** What about the level of the dollar?

**Mr. Dodge:** The dollar will equilibrate supply and demand. When you get strong world demand, there is a strong demand for Canadian products and hence a strong demand for Canadian dollars to pay for them. That is number one.

Number two is that we have had upward movement — not only in the quantity of commodities demanded but also in the price — so our terms of trade, as a country, have actually been improving a little bit. That also is clearly good for Canada. That also is relatively favourable for the Canadian dollar.

We have to look at the other side. Number three is that there is growing concern about how the U.S. will resolve its twin imbalances, on the fiscal side and its current account imbalance. That is undoubtedly putting some downward pressure on the U.S. currency vis-à-vis everyone else.

Par conséquent, il est raisonnable de dire qu'il est toujours plus facile, lorsque la valeur monte ou descend, de procéder aux ajustements nécessaires lorsque le mouvement se fait lentement plutôt que rapidement.

**Le sénateur Angus:** Vous avez dit — hier, je crois, ou dans le rapport sur la politique monétaire — qu'il y avait des forces mondiales à l'oeuvre sur lesquelles les décideurs de ce pays n'avaient pratiquement pas de prise. J'aimerais connaître peut-être une ou deux de ces forces, particulièrement à la lumière du fait que dans le passé, nous avons discuté ici, et même débattu, de la question de savoir si le Canada était une économie essentiellement primaire et si la valeur de notre dollar était une fonction directe du cours des produits de base. En fait, nous avons vu une augmentation abrupte du cours des métaux communs depuis le printemps, et de la valeur du dollar également. Cela me donne à penser que peut-être, nous sommes encore en grande partie liés au cours des produits de base.

**M. Dodge:** Laissez-moi parler de la première partie de votre question. Je vais commencer la réponse et je vais ensuite demander à M. Jenkins de prendre la relève.

Premièrement, vous devez examiner l'état de la demande mondiale. Comme je l'ai indiqué dans ma déclaration préliminaire, et au fur à mesure que nous avançons dans le rapport, la demande mondiale semble en fait avoir connu une expansion un peu plus rapide vers la fin de 2003 que ce que nous avions anticipé. Nous avons vu une reprise assez importante de la demande aux États-Unis, au cours du second et, je pense, surtout du troisième trimestre de l'année. Nous avons obtenu une performance très forte de la Chine et de l'Inde. Celle du Japon a été meilleure que prévu — non pas vraiment robuste, mais meilleure que prévu. Dans le cas de l'Europe, la situation est mauvaise, mais elle n'est pas pire que ce qui avait été prévu.

Par conséquent, nous avons une économie mondiale plus forte, et une économie mondiale plus forte est tout simplement bon pour le Canada.

**Le sénateur Angus:** Que dire du niveau du dollar?

**M. Dodge:** Le dollar réalisera l'équilibre entre l'offre et la demande. Lorsqu'il y a une forte demande mondiale, il y a une forte demande pour les produits canadiens, d'où une forte demande pour le dollar canadien pour payer ces produits. Voilà le premier point.

Le deuxième point, c'est que nous avons eu un mouvement à la hausse — non seulement en ce qui a trait à la quantité des produits demandés, mais également en ce qui a trait à leur prix — de sorte que les conditions commerciales, pour le pays, se sont en fait un peu améliorées. Cela aussi, c'est nettement bon pour le Canada. Cela aussi est relativement favorable au dollar canadien.

Nous devons regarder l'envers de la médaille. Le troisième point, c'est qu'il y a de plus en plus d'inquiétudes au sujet de la façon dont les États-Unis vont résoudre leur double déséquilibre, le déséquilibre budgétaire et le déséquilibre du compte courant. Il ne fait aucun doute que cela exerce une pression à la baisse sur la devise américaine face à toutes les autres.

Finally, of course, is what I said before: Our performance record has actually been pretty good. We are not operating as far away from full potential as is, for example, the United States.

There are a number of these factors. They all interact and so on. It might be useful, honourable senators, if we just gave you the on-average rule of thumb orders of magnitude of how these works.

**Mr. Paul Jenkins, Senior Deputy Governor, Bank of Canada:** The exchange rate is obviously a key issue for us all right now. In our monetary policy report and in our discussions with various groups yesterday, we have tried to provide some focus on the relationships through which the exchange rate has its impact on the Canadian economy. As the Governor suggests, we also look at some of the other factors that are at play internationally.

Just to give some order of magnitude, I will pick up on the 10 per cent or so appreciation of the Canadian dollar since April. Economists, of course, like to use the phrase “all else being equal.” I will use that phrase to start with, but all else being equal, 10 per cent appreciation of the Canadian dollar would have an impact on the Canadian economy stretched out over about a two-year period in the order of 2 per cent to 3 per cent. It is a significant price, obviously.

At the same time, we also know that as world markets — including the U.S. market — expand what we call “volume effects” are also very important. In fact, our research suggests that a 1 per cent increase in the U.S. economy translates through to output in Canada in the order of 0.7 per cent or 0.8 per cent, and over a very short period of time. Therefore, when we think about the implications of the higher Canadian dollar, we also have to look at it in the context of what else is going on. If world markets are expanding, as the Governor suggested — not just the U.S. economy, but also in Asia, which is an important market vis-à-vis commodity prices — we have to factor that into our analysis as well.

Indeed, in terms of commodity prices — the basket we produce in Canada — the average U.S. dollar price, has gone up something like 15 per cent in the past year. Base metal prices, as the honourable senator noted, have actually gone up even more than that.

Over the span of about a year or so, a 15 per cent increase in commodity prices would have an impact of about 1.5 per cent on Canadian GDP. There is the impact of the dollar but there are also other factors at play. Part of what we have tried to do in the monetary policy report is to give some attention to all these factors and the importance of working through these in terms of

Enfin, évidemment, il y a ce que j'ai dit auparavant: notre performance est actuellement très bonne. Nous ne fonctionnons pas aussi loin de notre plein potentiel que le font, par exemple, les États-Unis.

Il y a un certain nombre de ces facteurs et ils interagissent. Il pourrait être utile, mesdames et messieurs, que nous vous donnions les ordres de grandeur empiriques moyens concernant la façon dont ces facteurs fonctionnent.

**M. Paul Jenkins, premier sous-gouverneur, Banque du Canada:** Le taux de change est évidemment une question clé pour nous tous à l'heure actuelle. Dans notre rapport sur la politique monétaire et dans nos discussions d'hier avec différents groupes, nous avons tenté de fournir une certaine explication des relations par lesquelles le taux de change exerce son effet sur l'économie canadienne. Comme l'a laissé entendre le gouverneur, nous examinons également certains des autres facteurs qui entrent en jeu internationalement.

Juste pour vous donner un certain ordre de grandeur, je vais prendre l'exemple de l'appréciation d'environ 10 p. 100 du dollar canadien depuis avril. Évidemment, les économistes aiment utiliser l'expression «toutes choses étant égales par ailleurs.» Je vais tout de suite utiliser cette expression; alors, toutes choses étant égales par ailleurs, une appréciation de 10 p. 100 du dollar canadien aurait un effet sur l'économie canadienne réparti sur une période d'environ deux ans de l'ordre de 2 ou 3 p. 100. Il s'agit évidemment d'un prix important.

En même temps, nous savons également qu'au fur et à mesure que les marchés mondiaux — y compris le marché américain — prennent de l'expansion, ce que nous appelons les «effets de volume» sont également très importants. En fait, nos recherches indiquent qu'une expansion de 1 p. 100 de l'économie américaine se traduit par une augmentation de la production au Canada de l'ordre de 0,7 ou 0,8 p. 100, et sur une très courte période de temps. Par conséquent, lorsque nous pensons aux répercussions d'un dollar canadien plus élevé, nous devons également examiner cette question dans le contexte de toutes ces autres choses qui se passent. Si les marchés mondiaux sont en expansion, comme l'a indiqué le gouverneur — non pas seulement l'économie américaine, mais également celle de l'Asie, qui est un important marché du point de vue du cours des produits de base —, nous devons également en tenir compte dans notre analyse.

En effet, en termes de cours des produits de base — le panier que nous produisons au Canada —, le prix moyen en dollars US a augmenté de quelque chose comme 15 p. 100 au cours de la dernière année. En fait, le cours des métaux communs, comme l'a signalé le sénateur, a augmenté encore davantage.

Sur une période d'environ un an, une augmentation de 15 p. 100 du cours des produits de base aurait un impact d'environ 1,5 p. 100 sur le PIB canadien. Il y a les répercussions du dollar, mais il y a également d'autres facteurs qui sont en jeu. Ce que nous avons cherché à faire, en partie, dans ce rapport sur la politique monétaire, c'est d'accorder une certaine attention à tous

their net effect on the Canadian economy, particularly in terms of output and inflation, and then the implications of that for Canadian monetary policy. These are the issues that we have been looking at and have tried to address in the report itself.

[Translation]

**Senator Massicotte:** On reading the monetary policy report and your inflation forecast of 1 per cent for this year and for next year, it is apparent that inflation is not a critical issue at this point in time. Inflation becomes a consideration only when we measure the NAIRU in monetary policy. Quite frankly, the exchange rate is not a priority. It is a very secondary consequence of inflation.

The NAIRU stems from a projected inflation rate of 1 per cent. If all other factors remain constant, we can expect interest rates to fall. Would you agree with that statement?

**Mr. Dodge:** As always, there are special factors to consider. For example, at the beginning of next year, core inflation in Canada will be very low, since the effects of automobile insurance premium increases that took effect in early 2003 will abate. This means that for a period of time, core inflation will be lower than usual, so to speak. However, we expect that by mid 2005, that is 18 to 24 months from now, core inflation should return to 2 per cent. That is our goal. Naturally, as you know, other factors could come into play during this time. However, that is our best projection at this time.

[English]

**Senator Massicotte:** Governor, when you appeared before the House of Commons Finance Committee yesterday, questions were raised about events that occurred during your time as Deputy Minister of Health and whether they cast doubt or credibility as Governor of the Bank of Canada on monetary policy. I understand the chairman of that committee ruled those questions out of order. You do not need to respond here, but if you had any comments to add we would probably appreciate them.

**Mr. Dodge:** I certainly do not want to run away from those questions, senator. As senators will know, there are some limitations on what I can say at this point, because charges of criminal conduct have been laid and that is now before the courts. I must be very careful not to prejudice the judicial proceedings. I can say that no one was more upset and remains more upset and concerned that these events occurred and that we have serious

ces facteurs, de les analyser en fonction de leur effet net sur l'économie canadienne, particulièrement en termes de production et d'inflation, et ensuite, de déterminer leur incidence sur la conduite de la politique monétaire canadienne. Ce sont là les questions que nous avons examinées et auxquelles nous avons tenté de répondre dans le rapport lui-même.

[Français]

**Le sénateur Massicotte:** Quand on lit le rapport de politique monétaire et qu'on remarque vos projections ou perspectives d'inflation de 1 p. 100 pour cette année et pour l'année prochaine, l'inflation n'est pas un point critique à ce moment-ci. On ne retient que l'inflation lorsqu'on mesure le TCIS de la politique monétaire. Je vous dis ouvertement que le niveau du dollar n'est pas une priorité. C'est une conséquence de l'inflation très secondaire.

Le TCIS, découle de l'inflation prévue à 1 p. 100, et cela a une conséquence que si les autres éléments restent les mêmes, on peut s'attendre à une diminution du taux d'intérêt au Canada, n'est-ce pas?

**M. Dodge:** Comme toujours, il y a toujours des facteurs spéciaux. Par exemple, il y aura au début de l'année prochaine une période d'inflation très basse pour la liste de référence, parce que les hausses des primes d'assurance-automobile instaurées au début de 2003 vont disparaître de l'index. Il y a donc des facteurs spéciaux, Cela veut dire que notre indice de référence sera, pour une période de temps, plus bas que normal, on peut dire. Toutefois, nous estimons que vers le milieu de l'année 2005 on retournera à 2 p. 100. Cela veut dire dans à peu près 18 à 24 mois, ce qui est notre but. Naturellement, comme vous le savez bien, il peut y avoir d'autres effets pendant ces périodes, mais c'est là la meilleure projection qu'on peut faire à ce moment-ci.

[Traduction]

**Le sénateur Massicotte:** Gouverneur, lorsque vous avez comparu devant le Comité des finances de la Chambre des communes hier, des questions ont été soulevées au sujet d'événements qui ont eu lieu durant la période où vous étiez sous-ministre de la Santé et sur le fait qu'on se demande si ces événements pourraient laisser planer un doute sur votre crédibilité en tant que gouverneur de la Banque du Canada en ce qui a trait à la politique monétaire. Je sais que le président de ce comité a jugé ces questions irrecevables. Vous n'avez pas à répondre ici, mais si vous aviez des observations à faire, nous serions probablement heureux de les entendre.

**M. Dodge:** Je n'ai certainement pas l'intention de fuir ces questions, sénateur. Comme vous le savez, il y a certaines limites à ce que je peux dire à l'heure actuelle, parce que des accusations de conduite criminelle ont été portées et que l'affaire est maintenant devant les tribunaux. Je dois faire très attention de ne pas nuire au bon déroulement du processus judiciaire. Je peux dire que personne plus que moi n'a été plus troublé, et demeure plus

charges of fraud and breach of trust against public servants, some of whom were under my jurisdiction.

It is important to say that this in no way should diminish Canadians' confidence in the abilities of the public service to carry out fairly and honestly the tasks with which they are charged. In fact, there is absolutely no system that one can put in place that will guard and guarantee 100 per cent that there will never be an issue of fraud or breach of trust. My experience in the public service certainly has been that 99.9 per cent of those public servants work very hard to do their very best job and to do it honestly for the people of Canada.

The issue is: How could such fraud occur? Even with the unbelievably best systems, there is always a chance of fraud occurring. What is important is that it is picked up in audit. That is the purpose of audit and in this case, it was. As soon as there were allegations of criminal conduct, I referred — absolutely appropriately, I believe — the matter to the police who carried out an investigation. As far as I know, that investigation is ongoing and serious charges have emerged from that.

The other question is: Leaving that aside, were there issues of straightforward ordinary management lapses in the department? Not related to criminal activity, which is quite different. No department is ever perfect. No organization is ever perfect in its management. As those issues were brought to my attention, or as I discovered them, then we moved to address them. We were in the process of addressing a number of issues in the old medical services branch in the fall of 2000, when this particular incident came to light.

Indeed, we had decided in the spring to change the way that branch was oriented. We informed Mr. Cochrane that he would have to find another job — not because we suspected fraud at the time; we had no knowledge of any fraud — but simply because we wanted to change the way the branch was operating and delivering services to Canadians. Indeed, we were making changes right through the department at that point in time.

That is all I can sort say at this point in time. I think I did my job; that is not to say that all management practices were perfect. They were not, but they were not perfect when I arrived and we were in the process of improving them. That is an important issue, because Canadians need to have confidence in their public servants and they need to have confidence in me. Frankly, all I can do is conclude by saying that I think you can continue to have confidence in me and you can certainly continue to have confidence in the way that my colleagues and I manage this great institution.

troublé et préoccupé par le fait que ces événements sont survenus et que des accusations graves de fraude et d'abus de confiance ont été portées contre des fonctionnaires, dont certains relevaient de mon autorité.

Il est important de dire que ces événements ne devraient en rien diminuer la confiance des Canadiens dans la capacité de la fonction publique de s'acquitter équitablement et honnêtement des tâches qui lui sont confiées. En fait, il est absolument impossible de mettre en place un système qui garantit à 100 p. 100 qu'il n'y aura jamais de fraude ou d'abus de confiance. Mon expérience dans la fonction publique m'indique très certainement que 99,9 p. 100 de ces fonctionnaires travaillent très fort pour faire le meilleur travail possible et le faire de manière honnête, au nom de la population du Canada.

La question est la suivante: comment une telle fraude a-t-elle pu survenir? Même avec les meilleurs systèmes, il y a toujours une possibilité de frauder. Ce qui est important, c'est que ce genre de situation soit détecté par une vérification. C'est le but de la vérification et dans ce cas, la fraude a été détectée. Dès qu'il y a eu des allégations de conduite criminelle, j'ai transmis — de manière absolument appropriée, je crois — la question à la police qui a fait enquête. Que je sache, l'enquête est toujours en cours et des accusations graves ont été portées.

La question suivante qui se pose est: ceci dit, y avait-il au sein du ministère un manquement clair au niveau de la gestion ordinaire? Non lié à une activité criminelle s'entend, ce qui est très différent. Aucun ministère n'est parfait. Aucun organisme n'est parfait dans sa gestion. Au fur et à mesure que ces questions ont été portées à mon attention ou au fur et à mesure que je les ai découvertes, j'ai pris des mesures pour y faire face. Nous étions en train d'examiner un certain nombre de questions dans l'ancienne Direction générale des services médicaux à l'automne 2000 lorsque cet incident particulier a fait surface.

Effectivement, nous avons décidé au printemps de changer l'orientation de la direction générale. Nous avons informé M. Cochrane qu'il aurait à se trouver un nouvel emploi — non pas parce que nous soupçonnions la fraude, parce qu'à l'époque, nous n'avions pas la moindre idée qu'il y avait de la fraude —, mais simplement parce que nous voulions changer la façon dont la direction générale fonctionnait et offrait des services aux Canadiens. En effet, à ce moment-là, nous procédions à des changements dans l'ensemble du ministère.

C'est tout ce que je peux dire à l'heure actuelle. Je pense avoir fait mon travail; ce qui ne veut pas dire que toutes les pratiques de gestion sont parfaites. Elles ne le sont pas, mais elles ne l'étaient pas avant mon arrivée et nous étions en train de les améliorer. C'est une question importante, parce que les Canadiens ont besoin d'avoir confiance dans leurs fonctionnaires et ils ont besoin d'avoir confiance en moi. Franchement, tout ce que je peux faire, c'est conclure en disant que je pense que vous pouvez continuer de me faire confiance et que vous pouvez certainement continuer de faire confiance dans la façon dont mes collègues et moi gérons cette grande institution.

**The Chairman:** Thank you. I appreciate the question and the response. I would like to limit any exchanges on this subject to that question and that answer because we are here to deal with the matters of the bank. I would ask all of my colleagues to return to subjects relating to the governor in his role as governor.

**Senator Tkachuk:** I am sure that Senator Massicotte was making sure that I would not ask that question. He wanted to get it out of the way.

I was looking at the monetary policy report. The bank spends a lot of time talking about exports and a tremendous amount of time talking about inflation. Has the bank has conducted a review of the positive effects of a rising dollar? For western Canadians at least — but I think it is true for the agriculture sector clear across Canada — the cost of equipment such as combines and tractors will drop significantly for us. Those are mostly imported products. Half-ton trucks and equipment for manufacturing for improving productivity are mostly foreign-made.

There is very little information on those effects and I was wondering if you could comment on those and whether there is any work being done on that?

**Mr. Dodge:** That is an extraordinarily good question and a good observation. The answer is yes, there is. We have been doing a fair bit of work trying to look at how this works sector-by-sector.

First, let us go to the simplest point. Since machinery and equipment is largely priced in foreign currency — though not exclusively U.S. dollars — when the Canadian dollar appreciates, means that the Canadian dollar price of that machinery and equipment falls relative to the price of labour in Canada, which is priced in Canadian dollars. Hence, there is the normal market incentive to make greater investments in machinery and equipment because it is relatively cheaper to produce using more machinery and equipment than it was when the price of machinery and equipment was higher.

There is a very much an advantage in that over time, it should produce higher rates of productivity growth as we get the investment. That is the sort of economics 101 part of it.

Now, I will address the more complicated part of it. The effects are very different as you go across different sectors of the economy. The effects depend, first, on the capital intensity of the sector itself. Second, the effects depend on the amount of intermediate inputs that are required to produce the final good or service here in Canada — that is, the amount of intermediate inputs that are imported relative to those that are produced domestically.

**Le président:** Merci. Je suis heureux de la question et de la réponse. J'aimerais limiter les échanges sur ce sujet à cette question et à cette réponse parce que nous sommes ici pour traiter des questions liées à la banque. Je demanderais également à mes collègues de revenir à des sujets qui concernent le gouverneur dans son rôle de gouverneur.

**Sénateur Tkachuk:** Je suis certain que le sénateur Massicotte voulait s'assurer que je ne pose pas cette question. Il voulait l'évacuer.

Je regardais le rapport sur la politique monétaire. La banque passe beaucoup de temps à parler des exportations et énormément de temps à parler d'inflation. Est-ce que la banque a réalisé une étude sur les effets positifs d'un dollar à la hausse? Du moins, pour les Canadiens de l'Ouest — mais je pense que c'est vrai également pour le secteur agricole partout au Canada —, le coût de l'équipement, comme les tracteurs et les moissonneuses-batteuses, diminuera de manière importante. Il s'agit la plupart du temps de produits importés. Les camions d'une demi-tonne et l'équipement de fabrication, destiné à améliorer la productivité, proviennent pour la plupart de l'étranger.

Il y a très peu d'information sur ces effets et je me demandais si vous pouviez les commenter et me dire s'il y a du travail qui se fait à cet égard?

**M. Dodge:** Il s'agit d'une excellente question et d'une bonne observation. La réponse, c'est oui, il s'en fait. Nous avons fait pas mal de travail pour essayer de voir comment cela fonctionne secteur par secteur.

Premièrement, nous allons parler du point le plus simple. Comme le prix de la machinerie et de l'équipement est en grande partie fixé en devises étrangères — mais pas exclusivement en dollars U.S. —, l'appréciation du dollar canadien signifie que le prix en dollars canadiens de cette machinerie et de cet équipement diminue par rapport au prix de la main-d'oeuvre au Canada, dont le prix est fixé en dollars canadiens. Ainsi, le marché normal offre un incitatif pour procéder à des investissements plus grands dans la machinerie et l'équipement parce qu'il est relativement moins coûteux de produire en utilisant plus de machinerie et d'équipement que c'était le cas lorsque le prix de cette machinerie et de cet équipement était élevé.

Cela constitue un avantage très important dans le temps; cela devrait entraîner une croissance du taux de productivité au fur et à mesure que cet investissement se fait. C'est la partie de la réponse qui sort tout droit du cours d'économie 101.

Maintenant, je vais parler de la partie plus compliquée. Les effets sont très différents selon les différents secteurs de l'économie. Les effets dépendent, premièrement, de l'intensité de capital du secteur lui-même. Deuxièmement, les effets dépendent du nombre d'intrants intermédiaires qui sont nécessaires pour produire le bien ou le service final ici au Canada — c'est-à-dire, le nombre d'intrants intermédiaires qui sont importés par rapport à ceux qui sont produits nationalement.

Finally, of course, the effect depends on the pricing of the output of that sector, whether it is one that is normally priced, let us say, in U.S. dollars, or whether there is a margin of manoeuvre.

**Mr. Jenkins:** There is a technical box in our report. I will not take you through that right now, but it does try to gauge the impact across different industries of movements in the exchange rate. Several factors play into this. One is the extent to which industries use imports in their production process. Those with a significant degree of imports into their production process are less affected than those sectors with very little import content. We have been looking at this factor across industries and across regions.

Considering your question from a macro-economic perspective, it might be worthwhile to reflect on the conditions in Canada today compared with those in the mid-1990s. In that time, the Canadian economy went through a very difficult period of adjustment. There were the implications of the Asian crisis on world commodity prices; there was the fiscal adjustment that was taking place. The movement of the exchange rate through that period did provide some offset for commodity producers; commodity prices declined something in the order of 20 per cent to 25 per cent.

The exchange rate movement also facilitated an adjustment of the Canadian economy to provide more Canadian producers to feed into what, at that time, was a very strong U.S. economy. This is what we call the “shock absorber” role of the exchange rate at the macro level. That movement of the exchange rate played an extremely important role in supporting the economy overall.

Today we have a different set of circumstances. We have a very robust domestic economy. We have a world economy that we think is looking better going forward, but it has been on the soft side. Moreover, you have this global adjustment that we have been talking about where things must happen to work towards reducing the U.S. current-account deficit. Ideally, one would like to see that corrected through strong global growth, but some of it will occur, and has occurred, through some exchange rate adjustments.

Now we are seeing a set of circumstances where the exchange rate is adjusting in part to help us preserve overall balance in the Canadian economy. Behind that, in a sense, is a very strong domestic economy. That macro-economic perspective is important to bear in mind here as well.

**Senator Tkachuk:** I hope the Canadian dollar holds or even goes up a couple of cents. If it does, it seems to me that imports will be less expensive.

**Mr. Jenkins:** Are you referring to machinery and equipment?

Enfin, évidemment, l'effet dépend de l'établissement du prix de la production de ce secteur, si le prix de cette production est normalement établi, disons, en dollars U.S., ou s'il y a une marge de manoeuvre.

**M. Jenkins:** Il y a une note technique dans notre rapport. Je n'ai pas l'intention de vous expliquer tout cela maintenant, mais il s'agit effectivement d'une tentative pour essayer de mesurer les répercussions sur différentes industries de l'évolution du taux de change. Plusieurs facteurs interviennent. Un de ces facteurs, c'est la mesure dans laquelle les industries utilisent les importations dans leur processus de production. Celles qui ont un degré d'importation important dans leur processus de production sont moins touchées que les secteurs qui ont très peu de contenu importé. Nous avons examiné ce facteur en fonction de différentes industries et de différentes régions.

Si on considère votre question sur le plan macro-économique, il vaudrait peut-être la peine de réfléchir sur les conditions au Canada aujourd'hui comparativement à celles qui prévalaient au milieu des années 90. À cette époque, l'économie canadienne a traversé une période d'ajustement très difficile. Il y avait les effets de la crise asiatique sur le cours mondial des produits de base; il y avait aussi l'ajustement budgétaire. L'évolution du taux de change pendant cette période a offert une certaine compensation aux producteurs de biens; le cours des produits de base a connu une chute de l'ordre de 20 p. 100 à 25 p. 100.

L'évolution du taux de change a également facilité un ajustement de l'économie canadienne en permettant à un plus grand nombre de producteurs canadiens de se brancher sur ce qui était, à ce moment-là, une très forte économie américaine. C'est ce que nous appelons le rôle «d'amortisseur» du taux de change au niveau macro-économique. Cette évolution du taux de change a joué un rôle extrêmement important en soutenant l'économie globalement.

Aujourd'hui, les circonstances sont différentes. Nous avons une économie nationale très robuste. Nous avons une économie mondiale qui, nous le pensons, semble vouloir prendre du mieux, mais elle a été un peu molle. De plus, vous avez cet ajustement mondial dont nous avons parlé et qui suppose que certaines choses devront survenir dans le but de réduire le déficit courant des États-Unis. Idéalement, on aimerait que cette correction se fasse par le biais d'une forte croissance mondiale, mais une partie de la correction, et c'est ce qui se passe déjà, se fera par le biais d'ajustements du taux de change.

Nous voyons maintenant un ensemble de circonstances dans lesquelles le taux de change est en train de s'ajuster en partie pour nous aider à préserver l'équilibre global dans l'économie canadienne. Derrière cela, en un sens, on trouve une très forte économie nationale. Il est également important de garder à l'esprit ici la perspective macro-économique.

**Le sénateur Tkachuk:** J'espère que le dollar canadien se maintiendra ou même qu'il augmentera encore de quelques cents. Si c'est le cas, il me semble que les importations seront moins coûteuses.

**M. Jenkins:** Parlez-vous de la machinerie et de l'équipement?

**Senator Tkachuk:** I mean things like TV sets, all the things that consumers buy. What happens to that cash? Is it like a tax break? Will people spend more and therefore the economy will be stronger from higher consumer spending? Do people put the extra cash into savings or will they just buy more stuff?

**Mr. Dodge:** First, we are going through the experience of a 20 per cent appreciation. That is a bit unusual by itself. We cannot be definitive about that. Your fundamental point here is very important: Real incomes of Canadians have gone up because our terms of trade have actually improved through this period.

Canadians as a whole are indeed better off. Some proportion of that will be spent because goods prices, relative to service prices, will not be quite as high. There is probably a bit more bias towards the purchase of goods prices. Some may get saved. As I said, we cannot give you a definitive split between what happens to goods purchases, what happens to services purchases, and what happens to savings.

To go back to your first question, though, this is undoubtedly this positive for investment in machinery and equipment.

**Senator Moore:** Mr. Governor, you said in your remarks that growth is expected to average a little over 3 per cent in the second half of 2003. We went through SARS. We thought we had it beaten and it came back. We had BSE and, in August, the tremendous fires in British Columbia. Had we not had those things, what do you think the growth would have been in the first half and in the second half?

**Mr. Dodge:** There is a box in our report on this. I will ask Mr. Jenkins to take you through that.

**Mr. Jenkins:** I will turn to that, technical box 1 on page 11 in the English version of the report.

In this box, we try to break out the effects of some of these temporary factors to which you have referred, senator — SARS, BSE and, more recently, the Ontario power outage. These are not the only things that were going on during these quarters. There were other factors at play. For example, in the second quarter, there was a very large inventory de-accumulation that was part of that very weak no-growth scenario that we went through. However, in looking at these factors, our staff indicates that, on the basis of those few components at play — although all of them are significant — annual growth rate in the second quarter was about 0.7 per cent less than it would have otherwise been had these factors not occurred.

**Le sénateur Tkachuk:** Je parle de choses comme les appareils de télévision, toutes les choses que les consommateurs achètent. Qu'arrive-t-il de cet argent? Est-ce la même chose que dans le cas d'un allègement fiscal? Est-ce que les gens vont dépenser plus et, par conséquent, faire en sorte que l'économie soit plus forte grâce à une augmentation des dépenses de consommation? Est-ce que les gens vont épargner cet argent ou vont-ils tout simplement acheter plus de biens?

**M. Dodge:** Premièrement, nous sommes en train de vivre une appréciation de 20 p. 100. En soi, c'est quelque chose d'assez inhabituel. On ne peut se montrer catégorique à ce sujet. Le point fondamental que vous faites ressortir ici est très important. Le revenu réel des Canadiens a augmenté parce que nos conditions commerciales se sont en fait améliorées pendant cette période.

Dans l'ensemble, les Canadiens seront effectivement avantagés. Une certaine proportion de cette augmentation sera dépensée parce que le prix des biens, par rapport au prix des services, ne sera pas aussi élevé. Il y a probablement une légère tendance favorable à l'achat de biens. Une partie de l'augmentation sera canalisée dans l'épargne. Mais comme je l'ai dit, nous ne pouvons dire précisément comment se répartira cet argent entre l'achat de biens, l'achat de services et l'épargne.

Pour en revenir à votre première question, cependant, il ne fait aucun doute qu'il y a cet aspect positif pour l'investissement dans la machinerie et l'équipement.

**Le sénateur Moore:** Vous avez dit dans votre déclaration préliminaire que le rythme d'expansion devrait se situer en moyenne légèrement au-dessus de 3 p. 100 au second semestre de 2003. Nous avons eu la crise de SRAS. Nous pensions avoir réglé cette affaire, mais elle est revenue nous hanter. Nous avons eu la crise de la vache folle et, en août, nous avons eu ces feux effroyables en Colombie-Britannique. N'eut été de ces facteurs, quelle aurait été, à votre avis, la croissance au cours du premier et du second semestre?

**M. Dodge:** Il y a une autre note technique à ce sujet dans le rapport. Je vais demander à M. Jenkins de vous en parler.

**M. Jenkins:** Je vais me reporter à la note technique 1 à la page 12 de la version française du rapport.

Dans cette note, nous avons tenté de cerner les effets de certains de ces facteurs temporaires auxquels vous avez fait allusion, sénateur — le SRAS, la maladie de la vache folle et, plus récemment, la panne générale d'électricité en Ontario. Ce n'était pas les seules choses qui ont eu lieu durant ces trimestres. Il y avait d'autres facteurs en jeu. Par exemple, au cours du second trimestre, il y a eu une très grande réduction du rythme d'accumulation des stocks qui faisait partie de ce scénario très faible de croissance nul que nous avons connu. Toutefois, lorsqu'on regarde ces facteurs, notre personnel a constaté, sur la base de ces quelques éléments en jeu — bien qu'ils soient tous importants —, que le taux de croissance annuelle au cours du second trimestre a été inférieur d'environ 0,7 p. 100 à ce qu'il aurait été en l'absence de ces facteurs.

The rest of the table demonstrates that because these are largely temporary — not all of these factors are behind us — as they dissipate growth would actually be a bit larger. As we go through to the fourth quarter, we are seeing largely a reversal of these temporary factors with these factors contributing to growth in the order of about 0.75 per cent.

We think that the effects on the level of activity will have netted out by the end of the year. You can clearly see that there were short-term effects as we went through each quarter. There is some recovery in the fourth quarter as these effects worked themselves out.

**Senator Moore:** When you looked at the fourth quarter, did you take into consideration the fires in B.C. or Hurricane Juan? Are those included in the basis of the calculation?

**Mr. Jenkins:** Yes. Our staff has worked through, to within best estimates, the implications of all those things. We are looking to give you a precise number in the fourth quarter of this year and it is implicit in our monetary policy report. For the fourth-quarter growth rate, we are looking at close to 4 per cent at an annual rate. That is how we typically present rates. In the absence of those factors, growth would have been closer to 3 per cent or 3.25 per cent.

**Senator Moore:** On the second page of your comments, you mention that there are significant risks to the economic outlook relating to timing and magnitude of adjustments to global economic imbalances.

We have had quite a discussion about currency rates. What other economic imbalances are causing you concern in terms of forecasting?

**Mr. Dodge:** I mentioned two in response to an earlier question. First, the fiscal imbalance in the United States over 50 years will have to be rectified in some way or another. Second, the U.S. current account deficit, which is currently running at about 5 per cent of GDP, for the richest and largest country in the world, cannot continue ad infinitum and some degree of correction will be required there. Those really affect us.

One would hope that the U.S. will find ways to reduce expenditures and increase revenues to deal with its fiscal situation over time. Furthermore, it is hoped that demand abroad for U.S. products will be strong so that as they are squeezing their economy as they fix their deficit, some of that gets taken up in terms of external demand outside of North America. That is precisely what we in Canada went through after about 1993.

Le reste du graphique démontre qu'étant donné que ces effets sont largement transitoires — ils ne se sont pas tous encore résorbés —, lorsqu'ils se dissiperont, la croissance sera en fait un peu plus grande. Au fur et à mesure que nous avançons dans le quatrième trimestre, nous voyons en grande partie une inversion de l'effet de ces facteurs temporaires qui apportent une contribution à la croissance de l'ordre d'environ 0,75 p. 100.

Nous pensons que les effets sur le niveau d'activité se seront dissipés à la fin de l'année. Nous pouvons voir clairement qu'il s'agissait d'effets à court terme au fur et à mesure que nous avons franchi chacun des trimestres. Il y a eu un certain redressement au cours du quatrième trimestre du fait que ces effets se sont estompés.

**Le sénateur Moore:** Lorsque vous avez examiné le quatrième trimestre, avez-vous pris en considération les feux de forêt en Colombie-Britannique et l'ouragan Juan? Est-ce que ces événements font partie du calcul?

**M. Jenkins:** Oui. Notre personnel a tenu compte, sur la foi des meilleures estimations possibles, des conséquences de tous ces éléments. Nous envisageons vous donner un chiffre précis au cours du quatrième trimestre de cette année et c'est quelque chose d'implicite dans notre rapport sur la politique monétaire. Pour le taux de croissance du quatrième trimestre, nous envisageons quelque chose qui se rapproche de 4 p. 100 sur une base annuelle. C'est la manière typique de présenter les taux. En l'absence de ces facteurs, la croissance aurait été plus proche de 3 ou de 3,25 p. 100.

**Le sénateur Moore:** Dans la deuxième page de votre déclaration, vous dites qu'il y a des risques importants qui pèsent sur ces perspectives économiques, liés au moment et à l'ampleur des ajustements aux déséquilibres économiques mondiaux.

Nous avons eu une discussion assez poussée sur les taux monétaires. Quels autres déséquilibres économiques vous causent du souci du point de vue de la prévision?

**M. Dodge:** J'en ai mentionné deux en réponse à une question précédente. Premièrement, il y a le déséquilibre budgétaire aux États-Unis, sur plus de 50 ans, qui devra être corrigé d'une façon ou d'une autre. Deuxièmement, il y a le déficit courant des États-Unis, qui s'élève actuellement à environ 5 p. 100 du PIB, pour le pays le plus riche et le plus important de la planète; ce déficit ne peut continuer indéfiniment et un certain degré de correction sera nécessaire. Ce sont des facteurs qui nous touchent beaucoup.

Il faut espérer que les États-Unis trouveront des façons de réduire leurs dépenses et d'accroître leurs recettes pour faire face à cette situation budgétaire au cours du temps. De plus, il est à espérer que la demande étrangère pour les produits américains soit forte, de manière qu'au fur et à mesure qu'ils pressent leur économie pendant qu'ils s'occupent de la question du déficit, une partie de ce dernier sera absorbé en termes de demandes étrangères, à l'extérieur de l'Amérique du Nord. C'est précisément ce que le Canada a vécu après 1993.

That is the hopeful side. The real uncertainty is if that does not materialize, if the world does not grow as fast, if the U.S. current account stays wide and all of it has to come through a downward adjustment in the U.S. dollar rather than in strength abroad and demand for U.S. products, then it could be fairly rocky.

We do not know exactly how that will play out. At the moment, it is playing out in terms of currency adjustment of the U.S. against everyone except non-Japan Asia. It is non-Japan Asia that is accounting for an ever-larger fraction of the overall U.S. imports, first, but also an increasing fraction of the U.S. trade deficit.

**Senator Moore:** With regard to the non-Japan Far East, we have read comments recently about the Chinese currency being kept down artificially. Is that another one of the influences that factor into your considerations when you talk about these imbalances?

**Mr. Dodge:** I do not want to pin this so specifically on China, but to look at non-Japan.

**Senator Moore:** I am not suggesting that. Is it another one of the main factors?

**Mr. Dodge:** They will have to make an adjustment there. As I say, that will come through very strong demand in those countries. We would hope that they will follow policies that will allow for that very strong demand to take place, first, and second, to actually spread itself out across the world.

**Senator Prud'homme:** I refer to your monetary policy report on page 16. If this question is totally unrelated, I do not mind if you defer this to another debate. You say that "the financial situations and profitability of banks in Canada have improved, a positive sign for future credit conditions."

I was here when we talked about the merger. I opposed the merger, but the report went to the Senate. I did not make a scene by saying that I objected to the possibility when we studied the bill. I said at the time that I agreed with the banker, Mr. Clark, who said if we had clearer rules, a merger might occur — not under this government, but under the next. That means I am getting closer to my prediction when I said last year that there would be an election in April.

Would you be in a position to write the same thing if there was to be a merger? Could this affect our collective judgment and could it affect the way this is well written there, that the profitability of banks in Canada has improved and positive signs for future credit conditions?

Voilà pour le côté rose des choses. La véritable incertitude, c'est que si cela ne se matérialise pas, si l'économie mondiale ne croît pas aussi vite que prévu, si les comptes courants américains demeurent déficitaires et que tout cela doit être équilibré par un ajustement à la baisse du dollar US, plutôt que par la force de l'économie à l'étranger et de la demande pour les produits américains, alors, les choses pourraient devenir assez tumultueuses.

Nous ne savons pas exactement comment les choses vont tourner. Pour l'instant, cela passe par un alignement de la monnaie américaine par rapport à presque tout le monde sauf l'Asie, à l'exclusion du Japon. C'est l'Asie, à l'exclusion du Japon, qui intervient pour une fraction même encore plus importante des importations globales américaines, premièrement, mais également pour une fraction croissante du déficit commercial américain.

**Le sénateur Moore:** En ce qui concerne les pays d'Extrême-Orient, à l'exclusion du Japon, nous avons lu récemment des commentaires indiquant que la devise chinoise était gardée à un faible niveau artificiellement. S'agit-il d'un autre des éléments que vous prenez en considération lorsque vous parlez de ces déséquilibres?

**M. Dodge:** Je ne veux pas rattacher cela d'une manière aussi spécifique à la Chine, mais je regarde l'ensemble de l'Asie, à l'exclusion du Japon.

**Le sénateur Moore:** Ce n'est pas ce que je suggère. S'agit-il d'un autre des principaux facteurs?

**M. Dodge:** Il y aura une correction à faire. Comme je l'ai dit, elle passera par une demande très forte dans ces pays. Nous espérons qu'ils adopteront des politiques qui permettront à cette très forte demande de se manifester, premièrement, et deuxièmement, de se répartir partout dans le monde.

**Le sénateur Prud'homme:** Je me reporte à la page 16 de votre rapport sur la politique monétaire. Si ma question est sans rapport, je n'ai aucune objection à ce que vous la reportiez à un autre débat. Vous dites que «la situation financière et la rentabilité des banques au Canada se sont raffermies, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit.»

J'étais présent lorsque nous avons parlé des fusions bancaires. Je m'y opposais, mais le rapport a été envoyé au Sénat. Je n'ai pas fait de scène en disant que je m'opposais à la possibilité lorsque nous avons étudié le projet de loi. J'ai dit à ce moment-là que j'étais d'accord avec le banquier, M. Clark, qui avait dit que si nous avions des règles plus claires, une fusion pourrait avoir lieu — non pas sous le présent gouvernement, mais sous le prochain. Cela signifie que je me rapproche de ma prédiction lorsque j'ai dit l'an dernier qu'il y aurait des élections en avril.

Écririez-vous la même chose s'il devait y avoir une fusion? Cela pourrait-il changer notre jugement collectif et, c'est bien écrit là, la façon dont la rentabilité des banques au Canada s'est accrue et les bonnes prévisions des futures conditions de crédit?

I am afraid for credit conditions in smaller places. I will try to speak for the smaller people in the smaller places. They are people who may have other views. Could this affect all your good predictions?

**Mr. Dodge:** That is very hard to answer. I am not going to try to answer it definitively.

In Canada and other countries, we observe that when one has a healthy and profitable banking system, that system is actually in a position to make loans to businesses so that businesses can grow and, indeed, make those loans on relatively favourable terms. Generally speaking, a healthy and profitable banking system is really quite positive for growth. The banking system in Japan is in trouble. Japan has had trouble growing because there has not been appropriate credit available, especially to smaller enterprises.

You ask whether, indeed, if we had fewer chartered banks in Canada, there would be any difference in the profitability and any difference in credit conditions. That is extraordinarily difficult to answer. The presumption going in would be, not very much difference, because the retail side of banking in this country — as in the United States and the United Kingdom — is actually reasonably profitable at the moment, regardless of the structure. The U.S. has many institutions; Britain has fewer; we have fewer still. Profitability rates are not terribly different for the retail structure.

**Senator Prud'homme:** That is good food for thought for me. I am very conservative, which might please you. I like our banking system as it is and I am very skeptical about the future. You comfort me by putting more doubts in my mind.

**The Chairman:** I would like to turn to the question of housing. We have had extraordinary housing markets both in new construction and in values of existing housing stock, which has had an enormous impact on the economy — both directly in terms of what is generated from that construction and also because of the low interest rates, the freeing up of consumable capital through refinancing or new financing at low rates.

Could you give a general sense of how important this has been to the economy in the period that we have just gone through and how sustainable this might be? I wonder about it. Is this kind of a finite thing? Is there a point at which those anywhere near a position to make a significant change in their housing, either first time housing or upgrading, will find the situation is beginning to run down? Even though low interest rates may continue, will we lose this thrust to the economy that we have been getting from this direction?

**Mr. Dodge:** That is a very good question. We spend a lot of time considering that question, as you might imagine, as the housing sector is very important.

I will begin with a very general remark. The structure of the Canadian housing market is probably one of the healthiest — if not the healthiest — in the world. We do not have a number of the factors that tend to push toward bubbles. We did learn a bit of a

Les conditions de crédit offertes dans les petites localités m'inspirent des craintes. Je vais tenter de parler au nom des contribuables à revenu modeste qui vivent dans des petites localités. Certains peuvent avoir des points de vue différents. Est-ce que cela peut avoir un effet sur toutes vos bonnes prévisions?

**M. Dodge:** Il est très difficile d'y répondre. Je ne vais pas essayer de vous donner une réponse définitive.

Quand, au Canada ou ailleurs, le système bancaire est solide et rentable, il est en mesure de prêter de l'argent, à des conditions plutôt favorables, à des entreprises afin de les aider à se développer. En général, un tel système bancaire constitue un élément très positif pour la croissance. Le système bancaire au Japon est en difficulté. L'économie japonaise ne se développe pas parce qu'il n'y a pas eu de crédit adéquat disponible, particulièrement pour les petites entreprises.

Vous avez demandé si un plus petit nombre de banques à charte au Canada entraîne des différences aux plans de la rentabilité et des conditions de crédit. Il serait extrêmement difficile d'y répondre. À première vue, on pourrait dire qu'il n'y aura pas beaucoup de différence car les services bancaires de détail au Canada — comme aux États-Unis et au Royaume-Uni — sont aujourd'hui relativement rentables, quelle que soit la structure. Les États-Unis disposent de plusieurs institutions, le Royaume-Uni en compte moins, notre pays en a encore moins. Les taux de rentabilité des services bancaires au détail ne sont pas très différents.

**Le sénateur Prud'homme:** Voilà qui me donnera à réfléchir. Je suis très conservateur, ce qui risque de vous plaire. J'aime notre système bancaire tel qu'il est et je suis très sceptique quant à l'avenir. Vos incertitudes renforcent mes opinions et me rassurent.

**Le président:** Je voudrais passer à la question du logement. Le marché des logements neufs et celui des logements existants ont été florissants et ont un effet considérable et direct sur l'économie au plan des retombées économiques de ces constructions et aussi grâce à des taux d'intérêt peu élevés et à la libération de capitaux consommables au moyen de refinancement ou de nouveau financement à des taux réduits.

Pouvez-vous nous donner une idée générale de l'importance que cela a eue par rapport à l'économie, dans la période que nous venons de traverser, et est-ce que cela va durer? Je me le demande. Est-ce limité dans le temps? Viendra-t-il un moment où ceux qui veulent changer de façon importante leur mode de logement, en achetant une première maison ou en rénovant leur maison actuelle, se rendront compte que la situation commence à se dégrader? Même si les taux d'intérêt peuvent rester peu élevés, est-ce que l'économie perdra ce coup de fouet que lui a donné le marché du logement?

**M. Dodge:** C'est une très bonne question et, comme vous pouvez l'imaginer, nous y avons consacré beaucoup de temps car le secteur du logement est très important.

Je commencerai par une remarque très générale. La structure du marché du logement canadien est probablement l'une des plus dynamiques — sinon la plus dynamique — au monde. Nous n'avons pas de facteurs qui ont tendance à créer des bulles. Nous

lesson after 1989. Homeowners, homebuyers and lenders tend to be fairly conservative in trying to avoid the sorts of problems that they remember all too well back from 1989-1990. That distinguishes us from the Australians, the British or even some Americans. In the United States I think there are some indications that there is a bit of froth in the market.

That sector will not continue to grow. We are running at between 225 and 230 starts, which is well above the actual day-to-day, longer-term needs. Thus, it will not grow. Sustaining it at high levels will be an achievement. It will be fantastic in the sense that it will put more Canadians in their own homes and will take more pressure off rents in the country. Thus, what we ought to see is stability of price and, in fact, better and more housing for individual families.

I do not think we can expect very much in the way of further growth in the sector. However, maintaining the high level that we are at would be quite an achievement. It will have to come off a bit, over time. On the other hand, it is a sector in which we certainly have seen some price and cost pressures.

The third point I would like to make is that, as Canadians have taken on a lot of debt to buy these homes over the last few years and mortgage debt and consumer debt as a share of household income has actually gone up, people often question whether that is sustainable. The fact that the share has gone up is undeniable. However, the monthly servicing cost has come down quite sharply as we have moved to a period of relatively low interest rates. Therefore, consumers and homeowners are not stressed at the moment. That is very healthy.

The question we have addressed is this: Suppose house prices were to fall off, would we see some difficulties? I think the answer to that is, no. There is not nearly the potential problem that we had in 1989-1990. Furthermore, the ratio of mortgages as a percentage of the value of homes is not actually terribly high at the moment. On that side, we do not see much risk.

On the side of some increase in interest rates, even were rates to be a couple of points higher than they currently are for a standard five-year mortgage, debt-servicing ratios would still remain certainly below their historic average, although they would start to move up toward their historic average.

Those are the general points. Mr. Jenkins, have I missed some of the important issues?

**Mr. Jenkins:** No, I think you have covered them well, Governor.

The numbers certainly indicate that the housing market, overall, is healthy in the sense that there are none of the speculative pressures that we saw in the late 1980s and early 1990s. Indeed, when you work through the balance sheet of the household sector, yes, debt ratios have gone up to some extent. However, looking at debt-service ratios, and working all of this

avons appris notre leçon après 1989. Les propriétaires et acheteurs de maisons ainsi que les prêteurs adoptent une approche plutôt prudente pour éviter le genre de problèmes rencontrés en 1989-1990, dont ils se souviennent très bien. En cela, nous nous distinguons des Australiens, des Britanniques ou même de quelques Américains. Certaines informations semblent indiquer que le marché américain connaît quelques remous.

Ce secteur ne continuera pas à croître. Nous avons entre 225 et 230 mises en chantiers, ce qui est bien au-dessus des besoins à long terme quotidiens. Par conséquent, il n'y aura pas de croissance et maintenir le secteur à des niveaux élevés relèverait de l'exploit. Ce serait remarquable car un plus grand nombre de Canadiens vivraient dans leur propre maison et cela réduirait la pression sur les loyers. Donc, nous devrions voir une stabilité des prix et des logements meilleurs et plus nombreux pour les familles.

Je ne crois pas que l'on doive s'attendre à une continuation de la croissance dans le secteur. Cependant, le maintenir au niveau actuel relèverait de l'exploit. Il devra diminuer un peu au fil du temps. Par ailleurs, c'est un secteur dans lequel les tensions sur les prix et les coûts sont certainement présentes.

Le troisième point que je voulais soulever est: puisque les Canadiens se sont très endettés pour acheter ces maisons ces dernières années et que la proportion du revenu familial, constituée par la dette hypothécaire et la dette à la consommation, a augmenté, les gens se demandent souvent si cela peut durer. On ne peut nier le fait que la proportion ait augmenté. Cependant, les frais de service mensuels ont diminué sensiblement depuis que nous sommes entrés dans une période où les taux d'intérêt sont peu élevés. Donc, il n'y a pas de pression ni sur les consommateurs ni sur les propriétaires de maisons. C'est un très bon signe.

La question que nous avons posée est celle-ci: supposons que le prix des maisons chute, y aura-t-il des difficultés? Je pense que la réponse est non. Nous sommes loin d'avoir un problème tel que celui que nous avons rencontré en 1989-1990. De plus, la proportion des hypothèques en pourcentage de la valeur des maisons n'est pas vraiment très élevée pour le moment. De ce côté, nous ne voyons pas trop de risques.

Au sujet d'une éventuelle augmentation des taux d'intérêt, même si les taux devaient augmenter de deux ou trois points pour une hypothèque normale de cinq ans, les taux de service de la dette resteraient certainement au-dessous de leur moyenne historique, quoiqu'ils commencent à remonter vers leur moyenne historique.

C'étaient les principaux points. Monsieur Jenkins, en aurais-je oublié quelques-uns?

**M. Jenkins:** Non, gouverneur, je crois que vous les avez tous mentionnés.

Les chiffres indiquent certainement que le marché du logement, dans son ensemble, est sain au sens qu'il n'y a aucune des pressions spéculatives que nous avons connues à la fin des années 80 et au début des années 90. Il est vrai que le bilan du secteur du logement montre que les taux d'endettement ont augmenté quelque peu. Cependant, en examinant les taux de

through to the net worth of the household sector, the balance sheet of the household sector looks quite positive. Certainly, the sentiment you are hearing from the Governor and from me is supported by discussions we have with the industry itself in terms of how they see the situation both currently and into the future.

**The Chairman:** Where a homeowner takes advantage of low interest rates and refinance —, at whatever stage of the mortgage that is — and generates cash as a result, what do you know about where that money goes? Typically, does it stay in housing? Is it generally put toward housing improvements or new acquisition; or is that often a source of other consumption?

**Mr. Dodge:** It is important to distinguish between the Canadian and the U.S. markets. Typically, the U.S. housing market is financed on 25 or 30-year mortgages, with not only a 25-or 30-year amortization, but with a 25-or 30-year term. Thus, when rates fall what a homeowner can do is to hold his or her monthly payments the same, refinance a lot more of the value of the house and take a pile of cash out.

Generally speaking, we do not see that in Canada because, typically, Canadians finance on a mortgage term of five years. Some are more than five years but, generally, five years is the longest. There are many people who finance on one-year terms. The interest rate fluctuates.

When interest rates are low, people tend to think that they can buy a little bit more house. Additionally, Canadians are quite conservative in terms of their financial affairs and will tend to move to pay off their mortgage faster, which is tremendous advantage to a Canadian because he cannot deduct the mortgage interest whereas the American can. Paying it off is a really important proposition here in Canada.

Then, as Mr. Jenkins reminds me, there are all the other effects.

[*Translation*]

**Senator Biron:** One way of ensuring a higher exchange rate is to peg our interest rate to the much higher U.S. rate. For example, during the 1990s, the spread between Canadian and U.S. rates was greater than three percentage points.

Of course, over the past ten years, Canadian interest rates have at times been lower than U.S. rates, which has resulted in lower demand for and a depreciation in the value of the Canadian dollar.

Today, the Canadian dollar is repositioning itself vis-à-vis the U.S. dollar, in large part because the Canadian economy is performing much better. The Canadian dollar has appreciated in value because of one factor. Its value has been increased artificially, which has led to upward pressure on demand and to much higher interest rates.

service de la dette et la valeur nette du secteur du logement, le bilan de ce secteur est plutôt positif. Assurément, les opinions que nous venons de vous présenter, le gouverneur et moi, sont le résultat des conversations sur les situations présente et future que nous avons eues avec des représentants de l'industrie.

**Le président:** Si le propriétaire d'une maison tire parti des taux d'intérêt peu élevés et fait un refinancement — à n'importe quelle phase de son hypothèque — et en retire de l'argent, savez-vous ce qu'il en fait? Est-ce que l'argent est dépensé pour la maison? Est-ce qu'il sert, de manière générale, à améliorer la maison, à acheter une nouvelle maison ou d'autres produits de consommation?

**M. Dodge:** Il est important de faire la distinction entre les marchés canadien et américain. Généralement, le marché du logement américain est financé à des hypothèques de 25 ou de 30 ans avec non seulement une période d'amortissement de 25 ou de 30 ans, mais aussi une échéance de 25 ou de 30 ans. Donc, en cas de chute des taux, le propriétaire peut continuer à faire les mêmes paiements mensuels, refinancer beaucoup plus sur la valeur de la maison et en retirer un paquet d'argent.

Ce type de situation ne se voit généralement pas au Canada parce que les Canadiens prennent des hypothèques de cinq ans. Certaines hypothèques dépassent cinq ans mais, en général, cinq ans est la plus longue durée. Beaucoup de gens ont des hypothèques d'une année. Le taux d'intérêt varie.

Quand les taux d'intérêt sont peu élevés, les gens ont tendance à penser qu'ils peuvent acheter une maison un peu plus dispendieuse. De plus, les Canadiens sont plutôt prudents en ce qui concerne leurs finances et essaieront de s'acquitter au plus vite de leur hypothèque, ce qui est un avantage important car les Canadiens ne peuvent pas déduire le taux d'intérêt alors que les Américains peuvent. L'acquiescement de l'hypothèque est vraiment très important au Canada.

Donc, comme M. Jenkins me le rappelle, il y a tous les autres effets.

[*Français*]

**Le sénateur Biron:** Une façon de faire en sorte que le dollar canadien soit plus élevé est d'avoir un taux d'intérêt comparatif à celui des Américains, qui est beaucoup plus élevé. Par exemple, dans les années 1990, on avait plus de trois points de différence avec le taux américain.

Évidemment, au cours des dix dernières années, le taux d'intérêt canadien, comparativement au taux d'intérêt américain, est devenu à un certain moment plus bas que celui des Américains, ce qui a fait que le dollar canadien était moins en demande et le dollar a diminué.

Aujourd'hui, le dollar canadien se ré-évalue par rapport au dollar américain, en grande partie parce que l'économie canadienne va beaucoup mieux. Le dollar canadien est plus élevé à cause d'un facteur; il est augmenté artificiellement ce qui crée une demande plus forte, et il en résulte un taux d'intérêt beaucoup plus élevé.

There is no question that as a result of the monetary policy embraced by Canada over the past several years, the Canadian dollar is today feeling the effects of more positive factors. Would that indeed be your assessment, at least in part, of the situation?

**Mr. Dodge:** First of all, the Canadian exchange rate is affected by a number of factors. While relative rates are important, there are a number of other, equally important factors to consider. At times when the Canadian dollar was weak or its value was depreciating, the difference in value between the Canadian and U.S. dollars was rather significant. At other times, when the Canadian dollar was relatively strong, the spread was fairly narrow. This is one factor that affects the exchange rate, but only one factor.

In the spring, investors were looking to earn the best rate of return. During this time period, capital movement was affected by the spread between the U.S. interest rate, and Canadian, Australian, European and British interest rates. This was less apparent during the summer.

This is merely an observation, albeit an interesting one. There is not necessarily a cause-effect relationship here. However, in the summer, spreads were slightly wider than they now are and Canadians moved their capital into Canadian bonds.

These are complex considerations and major factors vary from time to time. It is very difficult to say.

**Mr. Jenkins:** To some extent, exchange rates are the most indigenous variables in an economy. Putting it another way, as the Governor said, exchange rate movement is determined by several factors. It is all relative and therefore, U.S. economic factors play a role in this, as do global and domestic factors. Obviously, it is important to look at all of these factors. The interest rate spread is merely one consideration.

Over the past two years, the interest-rate spread has averaged 110.35 basis points. However, over the past 30 years, the spread has been less than 20 basis points. As the Governor said, we are dealing with a complex situation. Exchange rate movement is influenced by both domestic and external factors.

[English]

**Senator Angus:** The news you are putting out here — both verbally and in the written report — seems to be extremely positive. I have concluded early, from my preparation for today, that you definitely consider the fundamentals of our economy to be very good at the moment. I have just made a short list to be sure I have it right.

Inflation is low and within the bands of your policy. I believe that you said the interest rates are relatively low, notwithstanding the gap with our friends to the south. The dollar is strong and robust. There is good economic growth. You are anticipating 3.25 per cent going forward. There is low unemployment and a

Il n'y a pas de doute que les résultats de la politique monétaire gardée par le Canada depuis quelques années fait que, aujourd'hui, le dollar canadien se ré-évalue à cause de facteurs plus positifs. Est-ce que ce serait là l'analyse que vous feriez, en partie?

**M. Dodge:** D'abord, il faut dire que beaucoup de facteurs exercent de l'influence sur le taux de change. Il est vrai que les taux relatifs sont importants, mais il y a beaucoup d'autres facteurs aussi extrêmement importants. On peut voir des périodes où il y avait un écart assez élevé entre le Canada et les États-Unis pendant lesquelles le dollar canadien était faible ou à la baisse. Il y a eu des périodes de minces écarts pendant lesquelles le dollar canadien était assez fort. C'est donc un facteur, mais seulement un facteur, qui influence le taux de change.

On peut dire que pendant le printemps il y avait partout une recherche de rendement, et pendant cette période les flux de capitaux étaient sensibles à des écarts, entre les taux américains et les taux canadiens, australiens, européens et britanniques, alors que pendant l'été, ce n'était pas si évident.

C'est intéressant à observer, et c'est seulement une observation. Ce n'est pas nécessairement de cause à effet, mais pendant l'été on a connu une période pendant laquelle les écarts étaient un peu plus grands que maintenant; il y avait un flux du Canada de capitaux et d'investissements dans les obligations canadiennes.

C'est complexe et les facteurs qui sont importants varient de temps en temps. C'est très difficile à dire.

**M. Jenkins:** Dans un certain sens, les taux de change sont les variables les plus indigènes dans une économie. En d'autres mots, comme le gouverneur l'a mentionné, il y a plusieurs facteurs qui déterminent les mouvements des taux de change. C'est un prix relatif, et donc les facteurs dans l'économie américaine jouent un rôle; les facteurs mondiaux jouent un rôle, et les facteurs chez nous jouent un rôle aussi. Certainement, il est très important d'analyser tous les facteurs. L'écart entre les taux d'intérêt représente un élément.

En ce moment, en deux ans, l'écart de rendement est 100,35 points, mais en 30 ans l'écart est moins de 20 points. C'est une situation complexe comme le gouverneur l'a mentionné. Il y a des facteurs domestiques et externes qui influencent aussi les mouvements des taux de change.

[Traduction]

**Le sénateur Angus:** Les renseignements que vous nous présentez — verbalement et dans le rapport — semblent être extrêmement positifs. J'ai compris, en faisant ma préparation pour aujourd'hui, que vous considérez les facteurs économiques fondamentaux comme étant très bons pour le moment. J'ai fait une petite liste pour m'assurer de ne pas commettre d'erreur.

L'inflation est faible et se situe dans les limites de votre politique. Je crois que vous avez dit que les taux d'intérêt sont relativement peu élevés malgré l'écart avec ceux de nos amis américains. Le dollar est fort. La croissance économique est bonne. Vous prévoyez un taux de 3,25 p. 100. Le chômage est peu

good climate for investment in Canada. There is political stability and good money supply. There is strong capital and stock markets.

Yet, in your opening statement you sounded a strong warning. In the headline of *The Globe and Mail* this morning was a plaintive cry, and in boardrooms around the country I am hearing people engaged in the business of selling goods and getting paid in U.S. dollars and having to convert them back to Canadian for purposes of reporting to their shareholders' tears.

Are these crocodile tears? Do we have some good news for those plaintive voices? How concerned are you really in terms of the warning?

**Mr. Dodge:** I am glad we have come back to this matter. We at the bank have to watch this issue carefully because adjusting to a movement in the exchange rate that has been as rapid as it has been since April poses real on-the-ground difficulties — not necessarily impossible to overcome — but difficulties nonetheless. For some firms, especially for those that buy most of their inputs — whether it is labour, materials or equipment — in Canadian dollars and sell a substantial fraction of their output in U.S. dollars, it can be a relatively difficult time.

We gave you the rough orders of magnitude about how fast the world has to grow to provide the demand to offset a rise in the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar. Of course, we are concerned and have sounded a note of caution because the rise that we have been getting over the last little while may not actually signal that we are going to get much stronger world demand. We have to watch this carefully.

Therefore you would have the one factor that will tend to dampen foreign demand — the rise in exchange rate — not being offset by the growth in demand. That is why we signal that while in the second and third quarter of this year, the U.S. has clearly done better than we anticipated last April when we expected roughly a 4 per cent growth rate from the fourth quarter of this year on in the United States for the next four or five quarters. We are not predicting any more than that, now. However, when we did our report last April we had a 69-cent dollar and the average when we did this report was a 72.5-cent dollar. We have to really balance this.

What it will mean, senator — and this is really important — is that, to the extent that there is weaker foreign demand because it is not foreign demand for Canadian goods and services and because aggregate demand abroad is not growing fast enough to offset the exchange rate effects for us, we are going to have to find a way to crowd in domestic demand in Canada, whether that be household demand, but in particular investment demand.

No one should leave this room thinking that, given these changes — and especially if they look like they will persist or if we see a weakening in world demand — that we would not take action to try to crowd in some more domestic demand. As we sit

élevé et le climat est favorable aux investissements au Canada. Notre pays jouit d'une stabilité politique et d'une bonne masse monétaire. Les marchés financiers et boursiers sont forts.

Pourtant, dans votre déclaration préliminaire vous avez lancé un avertissement sérieux. Ce matin, le *Globe and Mail* a publié en gros titre un cri plaintif et, dans les salles des conseils d'administration des entreprises de notre pays, il paraît que les vendeurs de biens, payés en dollars américains, doivent les convertir en dollars canadiens afin d'en informer leurs actionnaires en pleurs.

Versent-ils des larmes de crocodile? Avons-nous de bonnes nouvelles pour ceux qui se plaignent? Pouvez-vous nous dire jusqu'à quel point cet avertissement vous inquiète?

**M. Dodge:** Je suis heureux que l'on revienne sur ce point. Notre banque doit étudier soigneusement cette question car le fait de s'adapter à un mouvement aussi rapide du taux de change, et ce depuis le mois d'avril, pose de vrais problèmes sur le terrain — qui ne sont pas impossibles à résoudre — néanmoins difficiles. Pour certaines entreprises, particulièrement celles qui achètent la plus grande partie de leurs intrants (main-d'oeuvre, matériaux ou équipements) en dollars canadiens et vendent une part importante de leur production en dollars américains, cette période risque d'être relativement difficile.

Nous vous avons donné les ordres de grandeur approximatifs d'accélération de la croissance mondiale en vue de créer la demande qui contrebalancera une hausse du dollar canadien par rapport au dollar américain. Il est vrai que nous sommes inquiets et nous avons lancé un avertissement car la hausse enregistrée ces derniers temps peut, en fait, ne pas signaler une plus forte demande au niveau mondial. Nous devons suivre cela de près.

Donc, le seul facteur — la hausse du taux de change — qui pourrait modérer la demande extérieure n'est pas contrebalancé par la croissance dans la demande. C'est la raison pour laquelle nous le soulignons que bien qu'aux deuxième et troisième trimestres de cette année, les États-Unis ont eu de meilleurs résultats que ceux que nous prévoyions en avril dernier quand nous nous attendions à un taux de croissance d'environ 4 p. 100 aux États-Unis dès le quatrième trimestre de cette année et pendant les quatre ou cinq prochains trimestres. Nous ne prédisons rien de plus. Cependant, lors de la rédaction de notre rapport en avril dernier, le dollar valait 69 cents U.S. alors que la moyenne durant la préparation de ce rapport était un dollar valant 72 cents. Nous devons vraiment trouver un équilibre.

Cela signifie, sénateurs — et c'est très important — qu'étant donné une demande extérieure plus faible, car elle ne vise pas les biens et services canadiens, et une demande globale à l'étranger qui ne croît pas assez rapidement pour contrebalancer les effets des taux de change sur notre économie, il nous faudra trouver un moyen d'accroître la demande nationale, que ce soit au niveau de la demande en logement ou plus particulièrement la demande d'investissements.

Personne ne doit quitter cette salle en croyant, étant donné ces changements — même s'ils semblent être là pour longtemps ou si nous entrevoyons une baisse de la demande mondiale — que nous n'allons pas essayer d'accroître la demande nationale.

here today, I cannot tell you that we will do that. None of us can. We have to look at the situation as it evolves and as we better understand what has actually happened in Canada over the last couple of quarters. The statistics are distorted by these factors that Mr. Jenkins explained earlier.

There is always uncertainty going forward. However, there is some uncertainty about what has happened in the past. We should not be too fixated on any one of these numbers because, frankly, Statistics Canada, who have the best national account statisticians in the world, are having difficulty doing some of the accounting because of these changes and because of the rapid change in exchange rates. That makes it difficult to know what the real flows of goods and services are back and forth across the border.

I want to make it clear that no one should make an assumption that we will not have to alter monetary policy in order to crowd in domestic demand, if it is clear that foreign demand, after the exchange rate effects, will not grow as rapidly as we had anticipated.

**Senator Angus:** What would be the nature of such an alteration?

**Mr. Dodge:** Normally, to crowd in domestic demand we would do what we have been doing — which has been to reduce interest rates.

**Senator Massicotte:** I will first make a comment to Senator Angus. When my honourable colleague enumerated all the good things that happened in our country, I was pleased that he was very complimentary of our Canadian government, as to what a good job we are doing.

I should like to talk about the industry perception and respond to Senator Biron's points. There is certainly a Canadian impression that the currency — and I know you answered, but I want to be more specific — problem is strictly an industry problem. I am sure you are plagued by the hypothesis that if you put interest rates down the currency problem will be resolved.

Could you comment as to what would happen in your hypotheses using Mr. Jenkins' point of all else being equal? If interest rates dropped by 1 per cent, what would happen to the Canadian dollar? If you saw the *The Globe and Mail* this morning, one journalist commented that the reason the Canadian dollar is so high is that we have a high interest rate perception around the world, that we will always be higher than the Americans and that is why the Canadian dollar is higher. Can you respond to that, please?

**Mr. Dodge:** I cannot give you a number. There are other elasticities that we know on average — not necessarily the margin — how it works. What you are talking about, though, always operates at the differential. I cannot tell you. It really does depend on where we are sitting. The direction ought to be to make it less advantageous to hold Canadian dollars. Hence, it ought to have some downward pressure on the exchange rate.

Aujourd'hui, je ne suis pas en mesure de vous dire que nous réussirons. Aucun d'entre nous ne le peut. Nous devons attendre l'évolution de la situation et de mieux comprendre ce qui s'est passé au Canada ces deux ou trois derniers trimestres. Les statistiques sont faussées par les facteurs dont nous a parlé M. Jenkins.

On ne sait jamais à quoi s'attendre lorsque l'on va de l'avant. Cependant, le passé comporte aussi des incertitudes. Nous ne devons pas faire une fixation sur ces chiffres parce que Statistique Canada, qui emploie les meilleurs statisticiens au monde, se heurte à des difficultés du fait de ces changements et des brusques fluctuations des taux de change. Il est donc difficile de déterminer les vrais échanges de biens et services traversant la frontière dans les deux sens.

Je tiens à dire clairement que personne ne doit présumer que nous n'aurons pas à changer la politique monétaire pour accroître la demande nationale, il est évident que la demande extérieure, après les effets des taux de change, ne croîtra pas aussi vite que nous l'avons prévue.

**Le sénateur Angus:** Quelle serait la nature d'un tel changement?

**M. Dodge:** Normalement, pour augmenter la demande nationale nous ferions ce que nous avons déjà fait — c'est-à-dire réduire les taux d'intérêt.

**Le sénateur Massicotte:** Je voudrais faire un commentaire à l'intention du sénateur Angus. À l'écoute de l'énumération, par mon honorable collègue, de tous les aspects positifs de la vie économique de notre pays, j'étais heureux de ses éloges à l'égard de notre gouvernement et de ses réalisations.

Je voudrais m'exprimer sur le sentiment de l'industrie et répondre aux questions du sénateur Biron. Au Canada, l'impression générale est que le problème du dollar — je sais, vous y avez répondu, mais je vais être plus spécifique — est strictement lié à l'industrie. Je suis sûr que l'idée selon laquelle la baisse des taux d'intérêt résoudra le problème du dollar vous chagrine.

Pouvez-vous nous dire ce qui se passera dans votre scénario si vous utilisez l'argument «toutes choses étant égales par ailleurs» de M. Jenkins? Quels seront les effets d'une diminution de 1 p. 100 des taux d'intérêt sur le dollar canadien? Dans le *Globe and Mail* d'aujourd'hui, il est écrit que la forte hausse du dollar canadien provient de l'impression qu'ont les autres pays que nos taux d'intérêt sont élevés et qu'ils seront toujours plus élevés que ceux des Américains. Qu'en pensez-vous?

**M. Dodge:** Je ne peux pas vous donner de chiffres. Il y a d'autres élasticités dont nous connaissons en moyenne les mécanismes, mais pas nécessairement la marge. Toutefois, ce dont vous parlez fonctionne toujours au différentiel. Je ne peux pas vous dire. Cela dépend de notre position. Des mesures devraient être prises pour décourager l'immobilisation de dollars canadiens. Il faut donc des pressions à la baisse du taux de change.

On the other hand, if you do the analysis and say, “Gee, they have lowered rates, therefore they will get better growth in Canada, therefore, it is a better place to invest and in fact we should perhaps invest more and the capital will actually flow the other way.” Mr. Jenkins has been at the game longer, but it is certainly not possible for me to give a definitive answer to that question.

Our interest rate policy is not targeted at the exchange rate. Our interest rate policy is targeted at trying to ensure that over a period of 18 to 24 months we try to take the economy back to full potential production. That is what we are aiming for. The inflation rate is a good measure of that. At full potential, we are targeting 2 per cent. However, we do not move rates around for exchange rate reasons. This goes back to my response to Senator Angus: it is really a question of trying to see what happens to aggregate demand for Canadian products relative to our supply capacity. That is important. People often miss that fundamental point.

**Senator Tkachuk:** I wish to return to the same line of questioning perhaps from a different angle.

In your monetary report, in the second paragraph, you say that, “Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.” The goal of the Bank of Canada, to check inflation and to keep inflation at a reasonable, targeted amount of 2 per cent or whatever the target is that the bank sets.

However, the dollar plays havoc with this when it fluctuates as quickly as it has been over the last while. This is not just a question of a slow increase in the dollar; as our economy gets better, our dollar gets stronger. Our interest rates may go up because of higher inflationary pressures and because of our strong economy and, therefore, our dollar gets stronger.

This seems to be haphazard. Is there anything that the bank can do? Do you even have a role to play? You have said in the past that you have nothing to do with the 65-cent dollar and that this was not part of the monetary policy of the government and Paul Martin to solve some of our economic problems. Is there any way that you can stabilize either the rate of increase or the fluctuation of the dollar?

**Mr. Dodge:** You have asked a series of questions, senator. I will leave the difficult ones for Mr. Jenkins.

Let me start with your very first statement, senator. You said that our goal is inflation control. Our goal is to maximize output and employment over time. The best contribution that monetary policy can make to that goal, which is our real goal — the welfare of Canadians — is to provide low, stable and predictable inflation from the bank side. That is how we get there. The real goal is to get the maximum sustainable growth and to not have fluctuations in the economy.

Par ailleurs, si vous en faites l'analyse et si vous vous écriez «Oh! ils ont baissé les taux, la croissance économique va s'accélérer au Canada, c'est donc un bon pays pour investir et, en fait, nous devrions peut-être investir plus et les capitaux iront dans l'autre sens.» M. Jenkins possède une plus grande expérience dans ce domaine, il m'est certainement impossible de vous donner une réponse définitive à ce sujet.

Notre politique sur les taux d'intérêt ne cible pas le taux de change. Elle vise à nous assurer que, sur une période de 18 à 24 mois, nous essaierons de replacer l'économie à son niveau de pleine production. C'est notre objectif. Le taux d'inflation est un bon indicateur pour cela. En pleine production, nous ciblons 2 p. 100. Cependant, nous n'effectuons pas les mouvements des taux pour des raisons de taux de change. Cela rejoint ma réponse au sénateur Angus: il s'agit vraiment d'essayer de savoir ce que deviendra la demande globale pour les produits canadiens par rapport à notre capacité de production. Cela est important. On oublie souvent que c'est un point fondamental.

**Le sénateur Tkachuk:** Je voudrais poser le même type de questions, mais de manière différente.

Vous écrivez, au second paragraphe de votre rapport monétaire: «Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.» L'objectif de la Banque du Canada est de maîtriser l'inflation et de la contenir à un taux raisonnable de 2 p. 100 ou quelle que soit la cible fixée par la Banque.

Cependant, le dollar empêche ce scénario quand il fluctue aussi brusquement que ces derniers temps. Il ne s'agit pas seulement d'un ralentissement de la hausse du dollar, quand l'économie de notre pays progresse, le dollar se raffermi. Nos taux d'intérêt peuvent augmenter suite à de fortes pressions inflationnistes et une économie forte, entraînant ainsi une hausse du dollar.

Cela semble un procédé de fortune. Est-ce que les banques peuvent faire quelque chose? Y ont-elles même un rôle à jouer? Dans le passé, vous avez dit que vous n'aviez rien à faire avec le dollar à 65 cents et que la solution de nos problèmes économiques n'entraînait pas dans le cadre de la politique monétaire du gouvernement et de Paul Martin. Avez-vous un moyen quelconque de stabiliser l'augmentation ou la fluctuation du dollar?

**M. Dodge:** Vous avez posé plusieurs questions, sénateur. Je laisserai à M. Jenkins le soin de répondre aux plus difficiles.

Commençons par votre toute première déclaration, sénateur. Vous dites que notre objectif est la maîtrise de l'inflation. Notre objectif est de maximiser la production et l'emploi au fil du temps. La meilleure contribution de la politique monétaire pour atteindre cet objectif, qui est notre véritable objectif — le bien-être des Canadiens — serait de contenir une inflation peu élevée, stable et prévisible par le secteur bancaire. Voilà comment nous y arriverons. Le vrai objectif est d'avoir une croissance constante maximum et une économie sans fluctuation.

That is what we target. If we are to do that, that will mean that we have to accept whatever happens on the exchange rate side because it is the sort of balancing item.

The problem is that there are real things that drive that exchange rate. Mr. Jenkins will talk about those. There is also Keynes' famous "animal spirit" sentiment. Obviously, we cannot do anything about that other than to provide a good stable climate for business growth and employment in Canada.

Perhaps Mr. Jenkins can deal with some of those very difficult questions that the senator has just posed.

**Mr. Jenkins:** The first observation I would make, senator, is that there has been quite a bit of volatility in a number of financial markets recently. I would refer you to technical box two of our report, when you have time to reflect on it. It focuses not so much on exchange markets or the volatility that we have all seen recently in the Canadian dollar exchange rate, but on global fixed-income markets, bonds markets, which have shown quite a bit of volatility recently.

Some of this global volatility that we have seen in financial markets has reflected some of the uncertainties that we have experienced over the last couple of years, including, uncertainties around geo-political developments, uncertainties around corporate scandals, uncertainties about whether there is a risk of global deflation, for example. If there is one thing financial markets do not like, it is uncertainty. We have seen that volatility in a number of different markets, including our own markets. As we have been discussing, that poses certain issues.

Having said that, looking at the broad movements of the Canadian dollar over time, we feel that those movements follow the fundamental factors that drive exchange rates that we have been discussing — issues that relate to relative positions of one economy versus another, commodity price cycles, and differences in inflation rates. A number of factors determine the fundamental movements of exchange rates. When we look back over time we think the Canadian dollar has, by and large, played its appropriate role as part of our monetary policy framework.

Part of that appropriate role is reinforced by the importance of having a monetary policy anchored to inflation control, because that helps market participants, but economic agents more generally, to develop expectations about what monetary policy will deliver for your economy.

When you look at the research over a span of years, the Canadian dollar has been far less volatile than virtually all other major currencies. I would be happy to provide you with some of that research, if you would like to see it.

In terms of what can be done, as I mentioned, we place high importance on having firmly anchored expectations because that does condition markets and behaviour. As well, we are also concerned with the development and improvement of capital markets more generally. Here, you get into issues of markets that do provide corporate enterprises with the capacity to hedge, for example, going forward, certainly wanting to see your capital markets continue to develop to have instruments that enable people to manage their affairs from that point of view as well.

Voilà ce que nous visons. Pour y parvenir, il faudra que nous acceptions ce qui se passera avec le taux de change car c'est en quelque sorte un élément de contrepartie.

Le problème, c'est qu'il y a des éléments concrets qui influent sur le taux de change. M. Jenkins en parlera. Il y a aussi le fameux «esprit animal» de Keynes. Assurément, nous n'y pouvons rien sinon créer un climat favorable et stable pour la croissance économique et l'emploi au Canada.

Peut-être que M. Jenkins pourra répondre à certaines des questions très difficiles qui viennent d'être posées par le sénateur.

**M. Jenkins:** Ma première remarque, sénateur, est qu'il y a récemment eu beaucoup de volatilité dans certains marchés financiers. Vous pouvez consulter le graphique deux de notre rapport quand vous aurez le temps. Il met plus l'accent sur les marchés mondiaux des instruments à taux fixe et sur les marchés des obligations, qui ont été assez instables récemment, que sur le marché d'échange ou sur la récente volatilité du taux de change du dollar canadien.

Une part de cette volatilité mondiale enregistrée dans les marchés financiers reflète quelques-unes des incertitudes rencontrées ces deux ou trois dernières années, y compris celles se rapportant au développement géopolitique, aux scandales des affaires et à l'éventualité d'une déflation mondiale. S'il y a quelque chose que les marchés financiers détestent par-dessus tout, c'est bien l'incertitude. Divers marchés ont été volatils, y compris les nôtres. Nous l'avons déjà dit, cela pose quelques problèmes.

Ceci dit, à notre avis les grands mouvements du dollar canadien au fil du temps suivent les facteurs fondamentaux qui influent sur les taux de change dont nous avons parlé — des questions se rapportant aux positions relatives d'une économie par rapport à une autre, au cycle des prix des marchandises et aux différences des taux d'inflation. Divers facteurs déterminent les mouvements fondamentaux des taux de change. Dans l'ensemble, le dollar canadien a toujours joué le rôle qui est le sien dans la politique monétaire de notre pays.

Une part de ce rôle approprié est renforcée par l'importance d'une politique monétaire ancrée à la maîtrise de l'inflation, car cela aide les participants au marché, mais plus généralement les agents économiques, à établir des prévisions sur l'apport de la politique monétaire à l'économie de notre pays.

Une recherche, menée sur plusieurs années, indique que le dollar canadien a été beaucoup moins volatil que pratiquement toutes les autres devises importantes. Je serais heureux de vous montrer les résultats de cette recherche si cela vous intéresse.

Que peut-on faire? Ainsi que je l'ai mentionné, nous accordons une grande priorité aux anticipations bien ancrées car elles conditionnent les marchés et le comportement. Nous sommes aussi, de manière plus générale, intéressés par le développement et des améliorations des marchés financiers. Ici, nous touchons aux questions des marchés qui permettent aux entreprises de se mettre à l'abri, par exemple, d'aller de l'avant et de voir vos marchés financiers continuer de croître et disposer des outils qui permettent aux gens de gérer leurs affaires.

**The Chairman:** Thank you, gentlemen. Once again, I think we have had a useful and interesting session. Thank you for the time and for your work on behalf of Canadians. We look forward to the next occasion.

The committee adjourned.

**Le président:** Merci, messieurs. Une fois de plus, nous avons eu une séance utile et intéressante. Au nom de tous les Canadiens, je vous remercie pour votre temps et votre travail. Nous espérons qu'il y aura une autre occasion de se revoir.

La séance est levée.

---





*If undelivered, return COVER ONLY to:*

Communication Canada – Publishing  
Ottawa, Ontario K1A 0S9

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

Communication Canada – Édition  
Ottawa (Ontario) K1A 0S9

---

WITNESSES

**Thursday, October 2003:**

*From the Bank of Canada:*

David Dodge, Governor;  
Paul Jenkins, Senior Deputy Governor.

TÉMOINS

**Le jeudi 23 octobre 2003:**

*De la Banque du Canada:*

David Dodge, gouverneur;  
Paul Jenkins, premier sous-gouverneur.