



Second Session  
Thirty-seventh Parliament, 2002-03

## SENATE OF CANADA

---

*Proceedings of the Standing  
Senate Committee on*

# Foreign Affairs

*Chair:*  
The Honourable PETER A. STOLLERY

---

Tuesday, October 7, 2003  
Wednesday, October 8, 2003

---

### Issue No. 18

#### **Thirty-first and thirty-second meetings on:**

The examination of the Canada-United States  
of America trade relationship and on  
the Canada-Mexico trade relationship

---

INCLUDING:  
THE FIFTH REPORT OF THE COMMITTEE  
(Application for budget application for  
the fiscal year ending March 31, 2004)

---

WITNESSES:  
(See back cover)

Deuxième session de la  
trente-septième législature, 2002-2003

## SÉNAT DU CANADA

---

*Délibérations du Comité  
sénatorial permanent des*

# Affaires étrangères

*Président:*  
L'honorable PETER A. STOLLERY

---

Le mardi 7 octobre 2003  
Le mercredi 8 octobre 2003

---

### Fascicule n° 18

#### **Trente et unième et trente-deuxième réunions concernant:**

Les relations commerciales entre le Canada et  
les États-Unis d'Amérique et entre le Canada  
et le Mexique

---

Y COMPRIS:  
LE CINQUIÈME RAPPORT DU COMITÉ  
(Demande d'autorisation budgétaire pour l'année fiscale  
se terminant le 31 mars 2004)

---

TÉMOINS:  
(Voir à l'endos)

THE STANDING SENATE COMMITTEE ON  
FOREIGN AFFAIRS

The Honourable Peter A. Stollery, *Chair*

The Honourable Consiglio Di Nino, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Andreychuk	Eyton
Austin, P.C.	Grafstein
Carney, P.C.	Graham, P.C.
* Carstairs, P.C.	Losier-Cool
(or Robichaud, P.C.)	* Lynch-Staunton
Corbin	(or Kinsella)
De Bané, P.C.	Mahovlich

*\*Ex Officio Members*

(Quorum 4)

*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 Eyton is added (*September 30, 2003*).

The name of the Honourable Senator Mahovlich is added (*September 15, 2003*).

The name of the Honourable Senator Bolduc is removed, substitution pending (*September 10, 2003*).

The name of the Honourable Senator Setlakwe is removed, substitution pending (*July 3, 2003*).

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES  
AFFAIRES ÉTRANGÈRES

*Président:* L'honorable Peter A. Stollery

*Vice-président:* L'honorable Consiglio Di Nino

et

Les honorables sénateurs:

Andreychuk	Eyton
Austin, c.p.	Grafstein
Carney, c.p.	Graham, c.p.
* Carstairs, c.p.	Losier-Cool
(ou Robichaud, c.p.)	* Lynch-Staunton
Corbin	(ou Kinsella)
De Bané, c.p.	Mahovlich

*\* Membres d'office*

(Quorum 4)

*Modifications de la composition du comité:*

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

Le nom de l'honorable sénateur Eyton est ajouté (*le 30 septembre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Mahovlich est ajouté (*le 15 septembre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Bolduc est enlevé, remplacement à venir (*le 10 septembre 2003*).

Le nom de l'honorable sénateur Setlakwe est enlevé, remplacement à venir (*le 3 juillet 2003*).

**MINUTES OF PROCEEDINGS**

OTTAWA, Tuesday, October 7, 2003  
(32)

[*Translation*]

The Standing Senate Committee on Foreign Affairs met this day at 6:07 p.m. in room 160-S of Centre Block, the Chair, the Honourable Peter A. Stollery, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Austin, P.C., Corbin, Di Nino, Graham, P.C., Losier-Cool, Mahovlich and Stollery (7).

*Other senator present:* The Honourable Senator Day (1).

*Also present:* From the Parliamentary Research Branch of the Library of Parliament: Peter Berg and Michael Holden, analysts.

*In attendance:* The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference passed by the Senate on Thursday November 21, 2002, the committee continued its examination of the Canada-United States of America trade relationship and the Canada-Mexico trade relationship, with special emphasis on: a) the 1988 Free Trade Agreement; b) the 1992 North American Free Trade Agreement; c) secure access for Canadian goods and services to the United States of America and Mexico; and d) the development of effective dispute resolution mechanisms, all in the context of Canada's economic relations with countries of the Americas and the World Trade Organization's Doha Round of trade negotiations.

**WITNESSES:**

*From the Bank of Canada:*

Mr. John Murray, Head of International Department.

*From the Department of Finance Canada:*

Mr. Steven James, Director, Economic Analysis and Forecasting Division.

*From Industry Canada:*

Mr. Someshwar Rao, Director, Strategic Investment Analysis.

Messrs. Murray, James and Rao made presentations and answered questions.

It was agreed — That the committee invite Messrs. Murray, James and Rao to make a return appearance to answer questions from committee members.

At 7:03 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

**ATTEST:**

---

**PROCÈS-VERBAUX**

OTTAWA, le mardi 7 octobre 2003  
(32)

[*Français*]

Le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères se réunit aujourd'hui à 18 h 07, dans la salle 160-S de l'édifice du Centre, sous la présidence de l'honorable Peter A. Stollery (*président*).

*Membres du comité présents:* Les honorables sénateurs Austin, c.p., Corbin, Di Nino, Graham, c.p., Losier-Cool, Mahovlich et Stollery (7).

*Autre sénateur présent:* L'honorable sénateur Day (1).

*Également présents:* De la Direction de la recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement: Peter Berg et Michael Holden, analystes.

*Aussi présents:* Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le jeudi 21 novembre 2002, le comité procède à l'examen des relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, portant une attention particulière à: a) l'Accord de libre-échange de 1988; b) l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992; c) un accès sûr pour les produits et services canadiens aux États-Unis d'Amérique et au Mexique; et d) le développement de mécanismes efficaces de règlement de différends, tous dans le contexte des relations économiques du Canada avec les pays des Amériques et du cycle de Doha des négociations commerciales de l'Organisation mondiale du commerce.

**TÉMOINS:**

*De la Banque du Canada:*

M. John Murray, chef, Département des relations internationales.

*Du ministère des Finances du Canada:*

M. Steven James, directeur, Division de l'analyse et des prévisions économiques.

*D'Industrie Canada:*

M. Someshwar Rao, directeur, Analyse des investissements.

MM. Murray, James et Rao font chacun un exposé puis répondent aux questions.

Il est convenu — Que le comité invite MM. Murray, James et Rao à comparaître à nouveau afin qu'ils puissent répondre aux questions des membres du comité.

À 19 h 03, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

**ATTESTÉ:**

---

OTTAWA, Wednesday, October 8, 2003  
(33)

[Translation]

The Standing Senate Committee on Foreign Affairs met this day at 6:08 p.m. in room 356-S of Centre Block, the Chair, the Honourable Peter A. Stollery, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Austin, PC, Corbin, Di Nino, Graham, PC, Losier-Cool and Stollery (6).

*Other senators present:* The Honourable Senators Day and Sparrow (2).

*Also present:* From the Parliamentary Research Branch of the Library of Parliament: Peter Berg, Analyst.

*In attendance:* The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference passed by the Senate on Thursday November 21, 2002, the committee continued its examination of the Canada-United States of America trade relationship and the Canada-Mexico trade relationship, with special emphasis on: a) the 1988 Free Trade Agreement; b) the 1992 North American Free Trade Agreement; c) secure access for Canadian goods and services to the United States of America and Mexico; and d) the development of effective dispute resolution mechanisms, all in the context of Canada's economic relations with the countries of the Americas and the World Trade Organization's Doha Round of trade negotiations.

*WITNESSES:*

*From Informetrica Ltd:*

Mr. Michael McCracken, Chairman.

*From J.P. Morgan Securities Canada:*

Mr. Ted Carmichael, Economist.

*From the Canadian Auto Workers:*

Mr. Jim Stanford, Economist.

Messrs. McCracken, Carmichael and Stanford made presentations and answered questions.

At 7:55 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

*ATTEST:*

OTTAWA, le mercredi 8 octobre 2003  
(33)

[Français]

Le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères se réunit aujourd'hui à 18 h 08, dans la salle 356-S de l'édifice du Centre, sous la présidence de l'honorable Peter A. Stollery (*président*).

*Membres du comité présents:* Les honorables sénateurs Austin, c.p., Corbin, Di Nino, Graham, c.p., Losier-Cool et Stollery (6).

*Autres sénateurs présents:* Les honorables sénateurs Day et Sparrow (2).

*Également présent:* De la Direction de la recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement: Peter Berg, analyste.

*Aussi présents:* Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le jeudi 21 novembre 2002, le comité procède à l'examen des relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, portant une attention particulière à: a) l'Accord de libre-échange de 1988; b) l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992; c) un accès sûr pour les produits et services canadiens aux États-Unis d'Amérique et au Mexique; et d) le développement de mécanismes efficaces de règlement de différends, tous dans le contexte des relations économiques du Canada avec les pays des Amériques et du cycle de Doha des négociations commerciales de l'Organisation mondiale du commerce.

*TÉMOINS:*

*D'Informetrica Limitée:*

M. Michael McCracken, président.

*De J.P. Morgan Valeurs Mobilières Canada:*

M. Ted Carmichael, économiste.

*Des Travailleurs et travailleuses canadien(ne)s de l'automobile (TCA):*

M. Jim Stanford, économiste.

MM. McCracken, Carmichael et Stanford font chacun un exposé puis répondent aux questions.

À 19 h 55, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

*ATTESTÉ:*

*Le greffier du comité,*

François Michaud

*Clerk of the Committee*

**REPORT OF THE COMMITTEE**

Thursday, October 2, 2003

The Standing Senate Committee on Foreign Affairs has the honour to present its

**FIFTH REPORT**

Your Committee, which was authorized by the Senate on Thursday, November 21, 2002 to examine and report upon the Canada — United States of America trade relationship and the Canada — Mexico trade relationship, respectfully requests approval of additional funds for 2003-2004.

Pursuant to section 2:07 of the *Procedural Guidelines for the Financial Operation of Senate Committees*, the budget submitted to the Standing Committee on Internal Economy, Budgets and Administration and the report thereon of that Committee are appended to this report.

Respectfully submitted,

*Le président,*

PETER A. STOLLERY

*Chair*

**APPENDIX (B) TO THE REPORT**

Thursday, September 25, 2003

The Standing Committee on Internal Economy, Budgets and Administration has examined the budget presented to it by the Standing Senate Committee on Foreign Affairs for the proposed expenditures of the said Committee for the fiscal year ending March 31, 2004 for the purpose of its Special Study on the Canada-United States and Canada-Mexico Trade Relationships, as authorized by the Senate on Thursday, November 21, 2002. The approved budget is as follows:

Professional and Other Services	\$ 15,000
Transportation and Communications	\$ 31,500
Other Expenditures	<u>\$ 10,000</u>
<b>Total</b>	<b>\$ 56,500</b>

Respectfully submitted,

*La présidente,*

LISE BACON

*Chair*

**RAPPORT DU COMITÉ**

Le jeudi 2 octobre 2003

Le comité sénatorial permanent des affaires étrangères a l'honneur de présenter son

**CINQUIÈME RAPPORT**

Votre comité, autorisé par le Sénat le jeudi 21 novembre 2002 à étudier et à faire rapport sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, demande respectueusement, que des fonds additionnels lui soient approuvés pour 2003-2004.

Conformément à l'article 2: 07 des *Directives régissant le financement des comités du Sénat*, le budget présenté au Comité permanent de la régie interne, des budgets et de l'administration ainsi que le rapport s'y rapportant, sont annexés au présent rapport.

Respectueusement soumis,

**ANNEXE (B) AU RAPPORT**

Le jeudi 25 septembre 2003

Le Comité permanent de la régie interne, des budgets et de l'administration a examiné le budget présenté par le Comité sénatorial permanent des Affaires étrangères pour les dépenses projetées dudit Comité pour l'exercice se terminant le 31 mars 2004 aux fins de leur Étude spéciale sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis et le Mexique, tel qu'autorisé par le Sénat le jeudi 21 novembre 2002. Le budget approuvé se lit comme suit:

Services professionnels et autres	15 000 \$
Transports et des communications	31 500 \$
Autres dépenses	<u>10 000 \$</u>
<b>Total</b>	<b>56 500 \$</b>

Respectueusement soumis,

**EVIDENCE**

OTTAWA, Tuesday, October 7, 2003

The Standing Senate Committee on Foreign Affairs met this day at 6:07 p.m. to discuss trade relations between Canada and the United States of America and between Canada and Mexico.

**Senator Peter A. Stollery** (*Chairman*) in the Chair.

[*Translation*]

**The Chairman:** Today, the Standing Committee on Foreign Affairs begins examination of a decisive factor in bilateral trade between Canada and the United States: the exchange rate.

[*English*]

This new study follows a broad study of the trade relationship between Canada and the U.S. and between Canada and Mexico, which began in February. In June, the committee filed a report entitled "Uncertain Access: The Consequences of U.S. Security and Trade Actions for Canadian Trade Policy."

For the record, here is the order of reference the Senate gave us in November, 2002:

That the Standing Senate Committee on Foreign Affairs be authorized to examine and report on the Canada-United States of America trade relationship and on the Canada-Mexico trade relationship, with special attention to: (a) the Free Trade Agreement of 1988; (b) the North American Free Trade Agreement of 1992; (c) secure access for Canadian goods and services to the United States and to Mexico; and (d) the development of effective dispute settlement mechanisms, all in the context of Canada's economic links with the countries of the Americas and the Doha Round of World Trade Organization trade negotiations;

[*Translation*]

The committee intends to examine a specific item that directly affects the Free Trade Agreement and NAFTA, that is, the effects of fluctuating exchange rates between the Canadian and American dollars on trade between the two countries.

[*English*]

We welcome today our first expert witnesses on the subject: from the Bank of Canada, Mr. John Murray, head of the International Department; from the Department of Finance Canada, Mr. Steven James, Director, Economic Analysis and Forecasting Division; and from Industry Canada, Mr. Someshwar Rao, Director, Strategic Investment Analysis.

I apologized prior to the meeting that we are late starting because of the fact that the Senate was sitting. Senator Austin has brought it to my attention that perhaps the best way to proceed is for each of you could give us your information, and if we have

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le mardi 7 octobre 2003

Le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères se réunit aujourd'hui à 18 h 07 pour discuter des relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique.

**Le sénateur Peter Stollery** (*président*) occupe le fauteuil.

[*Français*]

**Le président:** Aujourd'hui le Comité permanent des affaires étrangères entreprend une étude portant sur un facteur déterminant du commerce bilatéral, Canada-États-Unis, soit le taux de change.

[*Traduction*]

Cette nouvelle étude fait suite à une étude générale des relations commerciales Canada-États-Unis et Canada-Mexique, lancée en février. En juin, le comité a déposé un rapport intitulé «Accès incertain: Les conséquences des mesures prises par les États-Unis touchant la sécurité et le commerce pour la politique commerciale canadienne».

Je rappelle l'ordre de renvoi que nous a donné le Sénat en novembre 2002:

Que le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères soit autorisé à étudier et à faire rapport sur les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis d'Amérique et entre le Canada et le Mexique, portant une attention particulière à: a) l'Accord de libre-échange de 1988; b) l'Accord de libre-échange nord-américain de 1992; c) un accès sûr pour les produits et services canadiens aux États-Unis d'Amérique et au Mexique; et d) le développement de mécanismes efficaces de règlement des différends, tous dans le contexte des relations économiques du Canada avec les pays des Amériques et du cycle de Doha des négociations commerciales de l'Organisation mondiale du commerce.

[*Français*]

Le comité entend se pencher sur un point plus précis ayant des effets directs sur l'Accord de libre-échange et l'ALÉNA, soit les effets des fluctuations du taux de change entre les dollars canadiens et américains sur le commerce entre les deux pays.

[*Traduction*]

Nous accueillons aujourd'hui nos premiers experts appelés à témoigner sur la question: de la Banque du Canada, M. John Murray, chef, Département international; du ministère des Finances du Canada, M. Steven James, directeur, Division de l'analyse et des prévisions économiques; et d'Industrie Canada, M. Someshwar Rao, directeur, Analyse des investissements.

Je me suis excusé, avant le début de la séance, de notre retard; il est dû au fait que le Sénat siégeait. Le sénateur Austin m'a suggéré que la meilleure façon de procéder serait peut-être d'entendre l'exposé de chacun d'entre vous, après quoi si le temps nous le

time for a few questions, that would be great. However, if we do not, we will do it at another time. At least we will have your evidence on the record.

Mr. Murray, please lead off. The committee would be delighted to have your evidence.

**Mr. John Murray, Head of International Department, Bank of Canada:** I would like to thank the committee for inviting me and say at the start how much I enjoyed reading your last report and look forward to your work in this area.

I have provided the honourable senators with two handouts. This is a lot of material and I do not propose going through all of it. Indeed, I know that my colleagues here will cover some of the topics and I want to leave enough time for them.

I have four main messages. If you turn to page two in the bullets, entitled "Introduction," I outline those main messages. First, the recent exchange rate moves that we have seen have not been all that unusual. I will explain. There is one sense in which they have but there are many senses in which it has not been. Second, it is my belief that fundamental and probably unavoidable forces are at work directing our currency in the main. Third, there is actually an upside to a stronger exchange rate. It is not all negative. Fourth — and here, I realize I may be preaching to the converted — a floating exchange rate is still the best option for Canada in terms of exchange rate regimes.

On page three of my handout, I try to put the recent depreciation in perspective by way of providing some comfort vis-à-vis recent developments. I should like to draw your attention to the graphs that I have provided.

The first graph, which plots the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar over the last few months, is fairly scary. It is going way up. It starts at about 64 cents, although it was even lower than this earlier on. The graph shows it ending at about 74 cents but today, as some of you may know, we reached 75 cents. You might consider that is rather impressive and significant. To some extent it is, however it is important to realize that this movement in our currency is not specific to Canada but is part of a more general appreciation of world currencies against the U.S. dollar.

The second graph shows some selected currencies compared with the U.S. dollar. The Euro has actually appreciated over the last eighteen months — even more than we have. The appreciation of the Canadian dollar has been roughly comparable to that of Japan. Other currencies such as the Australian dollar, the New Zealand dollar and other floating exchange rates, have experienced a sharper appreciation than we have, just to put things in context again.

It is also important to realize that over the last 25 to 30 years we have moved a great deal, both up and down — admittedly mostly down. On the third graph, you can see how the recent move shifts in terms of the historical pattern. While it has been

permet, nous vous poserons quelques questions. Si, toutefois, nous n'en avons pas le temps, nous nous reprendrons à une autre occasion. Nous aurons au moins entendu vos dépositions.

M. Murray, veuillez commencer. Le comité sera ravi de vous entendre.

**M. John Murray, directeur, Département des relations internationales, Banque du Canada:** Je remercie le comité de m'avoir invité. Je tiens tout d'abord à dire que j'ai beaucoup aimé votre dernier rapport et que j'attends impatiemment la suite de vos travaux sur la question.

J'ai distribué aux honorables sénateurs deux documents. Comme ils contiennent beaucoup d'information, je ne veux pas tout passer en revue. D'ailleurs, mes collègues traiteront de certains des sujets dont il y est question, et je veux leur laisser le temps de le faire.

Mon message comporte quatre grands volets, qui figurent à la page deux, intitulée «Introduction». Premièrement, les récentes fluctuations du taux de change ne sont pas complètement inhabituelles. J'expliquerai pourquoi. En un sens, elles l'ont été, mais à bien d'autres égards elles n'ont rien d'exceptionnel. Deuxièmement, je crois qu'il y a des forces fondamentales, et probablement incontournables, qui déterminent la valeur de notre monnaie. Troisièmement, le relèvement du taux de change comporte un aspect positif. Tout n'est pas entièrement négatif. Quatrièmement, et je sais que je prêche peut-être ici à des convertis, un taux de change flottant demeure, parmi tous les régimes de taux de change, le plus profitable pour le Canada.

À la page trois, je tente de mettre la récente dépréciation en perspective, en expliquant le côté positif des récents développements. J'attire votre attention sur les tableaux dans ma documentation.

Le premier tableau, qui montre le comportement du dollar canadien vis-à-vis la devise américaine au cours des derniers mois, est plutôt inquiétant. La valeur de notre monnaie grimpe. Sur le tableau, elle commence à 64c., bien qu'elle soit déjà descendue plus bas, et monte jusqu'à environ 74c. Toutefois, comme certains d'entre vous le savent probablement, notre dollar a atteint aujourd'hui 75c. Cette appréciation vous semblera sans doute impressionnante et considérable, et elle l'est dans une certaine mesure, mais il faut se rappeler que le dollar canadien n'est pas la seule devise dans cette situation: on observe actuellement une appréciation générale des monnaies face au dollar américain.

Le deuxième tableau compare certaines devises au dollar américain. L'Euro s'est apprécié au cours des 18 derniers mois, encore plus que le dollar canadien. L'appréciation de notre monnaie est, en gros, comparable à celle du Japon. D'autres devises, comme le dollar australien, le dollar néo-zélandais et d'autres monnaies à taux de change flottant, ont enregistré une appréciation encore plus marquée que notre dollar. Je le signale pour mettre les choses en perspective.

Il est également important de se rappeler qu'au cours des 25 à 30 dernières années, la valeur de notre monnaie a beaucoup fluctué, principalement à la baisse. Le troisième tableau illustre les fluctuations récentes de notre monnaie par rapport à son

faster than many previous appreciations, from this perspective you get a sense that it is not quite as unusual or potentially uncomfortable as you might otherwise have thought.

The fourth graph shows selected currencies versus the U.S. dollar from 1975 until now. Over the longer time perspective you get a sense of how relatively minor movements in the Canadian dollar have been compared with those of other major currencies. That is not to say that they are insignificant, however. The Canadian economy is more open than many other economies and the U.S. dollar is more important to us than to most other economies. Even minor movements can have a significant impact on the exchange rate. I am not trying to minimize the effect that the recent appreciation of our exchange rate might have on prices and output but, rather, again, trying to put things in context.

On the fourth page of my brief, under the heading “Possible Causes of the Appreciation,” I have explained that, for the last 25 to 30 years, most of the broad movements in our exchange rate can be explained and credited to movements in three or four underlying fundamental variables. Indeed, the Bank of Canada has an exchange rate equation that you cannot use to predict; however, you can use it to explain. According to this equation, there are four variables that explain most of the movements in our currency vis-à-vis the U.S. dollar. First, inflation differentials between the two countries — that is to say, Canada’s inflation rate compared with that of the U.S.; second, interest rate differentials between the two countries — that is, Canada’s interest rate compared to interest rate levels in the U.S.; and, then, two commodity price terms the world price of energy such as oil and the world price of non-energy commodities such as raw materials like lumber, minerals, wheat and foodstuffs.

The sixth graph indicates how well this equation performs with these four variables. The solid line represents the movements in the actual exchange rate; the dashed line is what the bank’s exchange equation predicts or explains in terms of these four variables. The equation line does not pick up every wiggle in the actual exchange rate but it is a pretty good fit. It has been remarkably stable through time. This gives us some comfort that it is not erratic, speculative behaviour that has been driving our currency but, rather, fundamental forces. The exchange rate has moved with cause, usually in a way that has helped re-equilibrate the Canadian economy. Notice at the end, however, that there is a jump up. That is that recent appreciation that the exchange rate cannot explain.

comportement historique. Même si notre monnaie a connu récemment une appréciation plus rapide que les nombreuses appréciations qu’elle a subies dans le passé, le tableau permet de voir que cela n’est pas aussi inhabituel ou inquiétant qu’on pourrait le croire.

Le quatrième tableau illustre le comportement de certaines monnaies par rapport au dollar américain, depuis 1975 jusqu’à maintenant. Vues dans une perspective à plus long terme, les fluctuations du dollar canadien, comparées à celles d’autres monnaies importantes, apparaissent relativement modérées. Ce qui ne veut pas dire qu’elles soient sans importance. L’économie canadienne est plus ouverte que celle de nombreux autres pays, et le dollar américain a pour notre économie plus d’importance que pour la plupart des autres économies. Des changements même mineurs peuvent avoir des conséquences importantes sur le taux de change. Je ne veux pas minimiser les conséquences de la récente appréciation de notre monnaie sur les prix et la production, mais simplement mettre les choses en contexte.

À la page quatre de mon mémoire, sous la rubrique «Causes possibles de l’appréciation», j’explique que, au cours des 25 à 30 dernières années, la plupart des fluctuations importantes du taux de change de notre monnaie peuvent être expliquées par les fluctuations de trois ou quatre variables fondamentales sous-jacentes. En fait, la Banque du Canada utilise une équation du taux de change qui ne permet pas de faire des prédictions, mais qu’on peut utiliser pour trouver des explications. Selon cette équation, quatre variables expliquent la plupart des fluctuations de notre monnaie par rapport au dollar américain. Ces variables sont, premièrement, les écarts inflationnistes entre les deux pays, c’est-à-dire la comparaison du taux d’inflation au Canada et du taux d’inflation aux États-Unis; deuxièmement, les écarts des taux d’intérêt entre les deux pays, c’est-à-dire les taux d’intérêt canadiens comparés aux taux d’intérêt américains; et, enfin, deux composantes du cours des produits de base: le prix mondial des produits énergétiques, comme le pétrole, et le prix mondial des produits non énergétiques, notamment les matières premières comme le bois d’oeuvre, les minerais, le blé et les denrées alimentaires.

Le sixième tableau illustre le comportement de cette équation à la lumière de ces quatre variables. La courbe pleine représente les mouvements du taux de change; la courbe pointillée correspond à ce que l’équation de la banque permet de prédire ou d’expliquer en fonction de ces quatre variables. La courbe de l’équation ne tient pas compte de tous les soubresauts du taux de change, mais elle correspond très bien à la réalité. Elle est demeurée remarquablement stable au fil du temps. C’est ce qui nous permet de conclure que la valeur de notre monnaie n’est pas déterminée par un comportement erratique et spéculatif, mais par des forces fondamentales. Le taux de change a fluctué pour des raisons précises, généralement d’une manière qui a contribué à rééquilibrer l’économie canadienne. Remarquez, cependant, le bond à la fin du tableau. Il s’agit de la récente appréciation que le taux de change n’explique pas.



It is important to note that sometimes the equation responds with a bit of a lag. We do know that world commodity prices rose in the last year by about 15 to 20 per cent. In time, we can expect this exchange rate equation to start moving up and explain at least some of the recent appreciation.

**The Chairman:** I do not want to take any time from the committee at all, but would you like to explain that? You are saying that that dotted line on graph 6 reflects the possible causes of appreciation as described by the Bank of Canada on page four of the graph. I want to be clear in my mind about what that dotted line represents.

**Mr. Murray:** On page four of my brief, I suggest that one cause of appreciation is the Bank of Canada's "exchange rate equation and four critical variables — interest rates, inflation and two commodity prices." When we plug those two variables into our equation and run it through time — actually, from 1973 to the present — that is the sort of simulated value that you got. I am trying to show that, historically at least, our equation seems to have moved in response to these fundamental variables in a predictable and a sensible way. I am also suggesting that at the end there is an error. It does not capture that latest appreciation when you put in all the variables. However, that may be in train. It is not to say that the equation is off yet.

The second interpretation, though, is that something a little different and a little more fundamental might be at work. I am referring to the unsustainable trade deficits in the U.S. and the need to rebalance the global economy.

We may be looking at a story that is deeper than just commodity prices, interest rate differentials and inflation rate differentials. As we look at the U.S. economy instead of our own — I refer you to graphs 7 through 9 — you can get a sense of what is happening to the U.S.

Most of you know the story, so I will run through it quickly. You can see the dark line here, which is the sharp decline in the U.S. current account balance. It is now 5 per cent of their GDP and growing. That is enormous. We are talking about a U.S. \$600 million to U.S. \$700 billion dollar deficit, and growing. You can see the weaker line there — the solid but lighter line — representing their net international investment position. The U.S. has gone from the world's largest creditor as of the early 1980s to the world's largest debtor.

One interpretation is that the exchange rate movements we are seeing represent part of a correction of these imbalances that may prove to be unsustainable. Graph 8 reflects how the U.S. current account has moved in response to its real effective exchange rate. You can see a pattern there. Obviously, the U.S. dollar and its value has had an influence on their trade current account.

Graphs 9 and 10 provide a sense of who has been running a surplus against the U.S. The simple answer is just about everyone. Canada is the most important trading partner for the U.S., so if

Il convient de signaler que l'équation réagit parfois avec un certain décalage. On sait que les prix mondiaux des produits de base ont subi une hausse de 15 à 20 p. 100 au cours de la dernière année. On peut donc s'attendre à ce que, à plus ou moins long terme, l'équation du taux de change marque un mouvement à la hausse et explique au moins en partie la récente appréciation.

**Le président:** Je ne veux pas empiéter sur le temps du comité, mais pourriez-vous nous expliquer cela? Vous dites que la ligne pointillée, au tableau 6, correspond aux causes possibles de l'appréciation proposées par la Banque du Canada, à la page quatre de votre mémoire. Je veux être sûr de bien comprendre à quoi correspond la ligne pointillée.

**M. Murray:** À la page quatre de mon mémoire, j'indique qu'une des causes de l'appréciation de notre monnaie est l'équation du taux de change de la Banque du Canada et quatre variables déterminantes, à savoir les taux d'intérêt, l'inflation et deux composantes des prix des produits de base. Si on intègre ces deux variables à l'équation et qu'on observe le comportement au fil du temps, en fait de 1973 jusqu'à maintenant, on obtient ce genre de valeur simulée. J'essaie de démontrer que, historiquement du moins, cette équation semble avoir réagi à ces variables fondamentales de façon prévisible et sensée. Je crois aussi qu'en définitive il y a une erreur. L'équation n'explique pas la plus récente appréciation, compte tenu de toutes les variables. Mais le processus est peut-être déjà en cours. Il ne faut pas invalider immédiatement l'équation.

Toutefois, selon la seconde interprétation, il pourrait se passer quelque chose de légèrement différent et fondamental. Je fais référence aux déficits commerciaux éphémères des États-Unis et à la nécessité de rééquilibrer l'économie mondiale.

Les causes sont peut-être plus profondes que les prix des produits, les différences entre les taux d'intérêt et les écarts entre les taux d'inflation. Si vous observez l'économie américaine plutôt que la nôtre, et je vous renvoie ici aux tableaux 7 à 9, vous comprendrez ce qui arrive à l'économie américaine.

La plupart d'entre vous connaissez les faits; j'irai donc rapidement. La courbe foncée montre le déclin rapide de la balance des paiements courants des États-Unis. Elle correspond actuellement à 5 p. 100 du PIB et continue de croître. La ligne plus pâle correspond à la position des États-Unis au chapitre de l'investissement international net. Les États-Unis, qui étaient le plus important créancier mondial au début des années 80, sont aujourd'hui le plus important débiteur.

L'une des explications possibles est que les fluctuations du taux de change que nous constatons représentent une partie de la correction de ces déséquilibres qui seront peut-être éphémères. Le tableau 8 illustre les fluctuations des comptes courants des États-Unis provoquées par la fluctuation du taux de change réel. On observe une tendance. De toute évidence, la valeur du dollar américain exerce une influence sur les comptes courants commerciaux des États-Unis.

Les tableaux 9 et 10 montrent quels pays ont accumulé des excédents commerciaux dans leurs échanges avec les États-Unis. En fait, c'est le cas d'à peu près tous les pays. Le fait que le

we are talking about a correction of the U.S. current account and balance, it could well be the case that Canada would be part of the solution. The comfort graphs 9 and 10 provide, is that to the extent that we are part of the solution, it is, optimistically, a smaller part than some of these other countries. Although we are the most important trading partner for the U.S., compared with the European Union, Latin America, China, emerging Asia, or Japan, we have the smallest surplus with the U.S. There is something global that could be going on here that is explaining some of the exchange rate movements.

In respect of Canada's trade with the U.S., clearly our two economies have become increasingly integrated — especially following the FTA and NAFTA. There are, however, important structural differences that still distinguish our two economies, most notably commodities. We are still an important net exporter of commodities; the U.S. is an important net importer. That is a happy coincidence of wants. We provide exactly what they need.

Our trade balance and our current account balance have improved through time. Graph 14 shows that not only have our current accounts balance has improved, but as a consequence, our net foreign asset position — unlike that of the U.S. — has improved dramatically through time. One of the reasons for this is no doubt the low value of the Canadian dollar through the mid-1990s into the present. That is one of the important reasons for our strong and improving external position. It is not the only reason, however. Other important reasons are the free trade agreement and the remarkable growth of the U.S. economy. Furthermore, the U.S. economy was hitting its capacity limits, whereas we were not so we were a natural source of products and services to meet that rising demand.

We also had a happy coincidence with regard to the composition of U.S. demand. Not only were they growing quickly, they also happened to want a lot of what we had — I am thinking of cars and houses. A number of forces apart from the exchange rate came into play through the latter part of the 1990s, contributing to our favourable external position.

The recent weakness is in part a reflection of the appreciation, but that is still very early days. Most of what we have seen is because of weaker U.S. growth and a decline, until recently, in commodity prices worldwide. Those two things are starting to reverse. The prospects for the U.S. economy are now much better. Indeed, some people are forecasting growth as high as 5 per cent or more for the U.S. economy through the latter part of this year

Canada soit le plus important partenaire commercial des États-Unis explique peut-être en grande partie le déséquilibre des comptes courants des États-Unis et offre probablement, par voie de conséquence, un élément de solution. L'aspect rassurant des tableaux 9 et 10, c'est que même si le Canada peut contribuer à la solution du problème, il y prendrait peut-être une part moindre que certains des autres pays en cause. En effet, même si nous sommes le plus important partenaire commercial des États-Unis, nous affichons l'excédent commercial le plus modeste, comparativement à l'Union européenne, à l'Amérique latine, à la Chine, aux pays émergents d'Asie et au Japon. La situation mondiale pourrait peut-être expliquer en partie les fluctuations des taux de change.

En ce qui concerne les échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis, les économies de ces deux pays sont de plus en plus intégrées, surtout depuis la signature de l'Accord de libre-échange et de l'ALENA. Toutefois, des différences structurelles importantes continuent de différencier nos deux économies, surtout au chapitre des produits de base. Le Canada reste un important exportateur net de produits de base, alors que les États-Unis sont un important importateur net. C'est une heureuse coïncidence. Nous fournissons aux États-Unis exactement ce dont ils ont besoin.

Notre balance commerciale et nos comptes courants se sont améliorés au fil du temps. Le tableau 14 montre que non seulement notre balance des comptes courants s'est améliorée mais que, par voie de conséquence, notre position nette concernant l'avoir étranger s'est aussi sensiblement améliorée, à la différence de celle des États-Unis. Cela s'explique sans aucun doute par la faible valeur du dollar canadien depuis le milieu des années 90 jusqu'à maintenant. C'est l'une des raisons importantes de la force et de l'amélioration de notre situation sur le marché extérieur. Ce n'est cependant pas la seule explication. L'Accord de libre-échange et la croissance remarquable de l'économie américaine y sont aussi pour quelque chose. En outre, l'économie américaine atteignait les limites de sa capacité de production; n'étant pas dans cette situation, nous sommes restés une source naturelle de produits et services permettant de répondre à la demande croissante aux États-Unis.

Il s'est également produit une heureuse coïncidence en ce qui concerne la composition de la demande américaine. Non seulement la demande américaine était-elle en croissance rapide, mais il se trouvait que les Américains voulaient se procurer beaucoup de ce que nous avons, notamment des autos et des maisons. À la fin des années 90, un certain nombre de facteurs, mis à part le taux de change, ont joué et contribué à notre position favorable sur le marché extérieur.

La faiblesse récente est le résultat de l'appréciation de notre monnaie, mais il est encore très tôt. La majeure partie de ce que nous avons observé est attribuable à la faiblesse de la croissance américaine et à un déclin, jusqu'à récemment, des prix des produits de base sur les marchés mondiaux. On commence à observer un renversement de la tendance dans l'un et l'autre cas. Les perspectives économiques, aux États-Unis, se sont beaucoup

and 4 per cent or more through 2004 and into 2005. We could see an improvement in our external position, strong export growth, notwithstanding the exchange rate.

This is not to say that the real effective exchange rate and the recent appreciation are unimportant. Graph 15, is very impressionistic, but you can see — and it is no coincidence — that when the exchange rate is high, our net exports are low and vice versa. The exchange rate is important. It is also important to put the movements in context. Often, when we have strengthened, we have strengthened for a reason. Those reasons are good for Canada, which means that we can not only support a stronger exchange rate but we actually need a stronger exchange rate to help contain domestic demand or demand in Canada for Canadian products, both domestic and external.

In summary, the exchange rate typically moves in response to fundamental forces. It is not capricious; it moves with cause in a way that helps maintain macro-balance in Canada. That is a good thing.

I look forward to your questions.

**Senator Graham:** I find this fascinating. I am particularly interested in graph 6. You said that there is an upside to a stronger dollar and that a floating exchange rate is still the best option for Canada. I am reminded of a time — probably around 1977 — when I was at a conference at the university college of Cape Breton. Tom Kent, who you may know, was there. At that time, the dollar was roughly around 93 cents. Tom Kent then was advocating that the dollar be pegged at 75 cents, even though it was then at 93 cents.

In the whole scheme of things, and in your examination of the economy and the ups and downs, is there an optimal value for the Canadian dollar with which you would be comfortable?

**Mr. Murray:** The short answer is no, in the sense that the optimal value, if it does exist, changes through time. Therefore, I feel very uncomfortable fixing a value and then having to live with it. The consequences would be bad and would manifest themselves in more unpleasant ways than movements in the exchange rate.

That reminds me of something I raved over in my presentation, which is at the heart of what I hoped to say. That is the fact that appreciations have an upside in terms of lower cost of imports and, more specifically, cheaper capital goods, making investment in Canada easier and cheaper and, potentially — but at the margin — promoting productivity growth in this country.

There is also the sense that any exchange rate appreciation has an uneven effect on the economy. Not all industries are affected equally; indeed, many actually benefit net from the appreciation. Clearly, this is not the majority, but depending on their export

améliorées. Certains prédisent même que l'économie américaine pourrait afficher une croissance de 5 p. 100 ou plus pendant la dernière partie de cette année, et 4 p. 100 ou plus en 2004 et 2005. Il pourrait en résulter une amélioration de notre situation extérieure, une forte croissance des exportations, et cela en dépit du taux de change.

Ce qui ne veut pas dire que le taux de change effectif réel et la récente appréciation de notre monnaie n'aient aucune incidence. Le tableau 15 est plutôt impressionnant, mais vous pouvez constater, et ce n'est pas une coïncidence, que lorsque le taux de change est élevé, nos exportations nettes baissent, et inversement. Le taux de change est important. Il importe également de mettre les fluctuations en contexte. Souvent, lorsque notre position se renforce, il y a à cela des raisons. Ces raisons sont bonnes pour le Canada, ce qui signifie que nous pouvons non seulement soutenir un taux de change élevé mais que nous avons besoin d'un taux de change plus élevé pour contenir la demande intérieure ou la demande, au Canada, de produits canadiens, sur les marchés intérieur et extérieur.

En somme, le taux de change fluctue généralement sous l'effet de forces fondamentales, et non pas de façon erratique. Les fluctuations s'expliquent par des causes qui contribuent à maintenir un macro-équilibre au Canada. C'est une bonne chose.

Je suis maintenant prêt à répondre à vos questions.

**Le sénateur Graham:** Je trouve cela fascinant. Je m'intéresse en particulier au tableau 6. Vous dites qu'il y a un avantage à avoir un dollar fort, et qu'un taux de change flottant est ce qui est le plus avantageux pour le Canada. Je me souviens avoir assisté, vers 1977, à une conférence qui se tenait au collège universitaire de Cap-Breton. Tom Kent, que vous connaissez peut-être, y était. À l'époque, notre dollar valait à peu près 93 cents. Tom Kent était un tenant d'un dollar à 75 cents, même s'il valait alors 93 cents.

De façon générale, et compte tenu de l'analyse que vous faites de l'économie et des fluctuations à la hausse et à la baisse, y a-t-il, selon vous, une valeur optimale pour le dollar canadien?

**M. Murray:** La réponse est non, car la valeur optimale, si elle existe, change au fil du temps. Aussi, je verrais mal que nous ayons un dollar à taux fixe, dont nous devrions nous accommoder par la suite. Cela aurait des conséquences néfastes qui auraient des manifestations plus déplaisantes que les fluctuations du taux de change.

Cela me rappelle un aspect de mon exposé sur lequel je suis passé rapidement, mais qui se trouve au coeur de mon propos. C'est le fait que les appréciations offrent l'avantage de réduire le coût des importations et, plus précisément, le coût des capitaux; cela contribue à rendre l'investissement au Canada plus facile et moins coûteux et, à la limite, à stimuler notre productivité.

On a également l'impression que tout relèvement du taux de change a des effets inégaux sur l'économie. Les industries ne sont pas toutes touchées de façon égale; certaines en bénéficient. Ce n'est évidemment pas le cas de la majorité des industries, mais

orientation, the extent to which they rely on imported inputs, and the import competition they might face domestically, there are different consequences in different industries across this country.

That is a long answer to your question. There are different optimum currencies for different industries and at different times. It is best to let the market decide.

**The Chairman:** One of the purposes of our hearings is to find out the effect on our exports. To ensure that I understand, on graph 15, as you have confirmed, when the Canadian dollar is low in terms of the U.S. dollar, our exports go up; and when the Canadian dollar is high in terms of the U.S. dollar, our exports go down. Is that an oversimplification?

**Mr. Murray:** No, that is exactly right.

**The Chairman:** I call on Mr. James next.

**Mr. Steven James, Director, Economic Analysis and Forecasting Division, Department of Finance Canada:** I believe that everyone has copies of the charts to which I will refer during my presentation.

I would like to start by putting recent events in context. In the past few years, economists had been expecting that the Canadian dollar would appreciate — that is, it would rise in value against the U.S. dollar. They had been expecting it repeatedly quarter after quarter. Of course, they were always proven wrong; it actually depreciated. To some degree, the appreciation that had been expected finally occurred this year, but it has occurred probably more than had been expected and certainly a lot faster than had been expected. The rapidity of the appreciation is one issue here.

As Mr. Murray has already indicated, to a considerable degree what we have seen occurring is generalized U.S. dollar weakness against a broad basket of currencies. Since the end of 2002, when the Canadian dollar was particularly low, it is true that the U.S. dollar has depreciated more against the Canadian dollar than a number of other currencies. However, if we go back further, say since the end of 2001, the picture is different. The U.S. dollar is down about 23 per cent against the Euro and 15 per cent against the Canadian dollar. Generally speaking, regardless of what time frame you pick, there is no question that there is a generalized U.S. dollar story here as well that we have to keep in mind.

It is important to recognize that the dollar is not just something that is out there that happens and affects the economy as a force from outside. Events in the domestic economy affect the dollar as well. There are external shocks that affect both the dollar and the Canadian economy simultaneously. In important ways, when that happens, the dollar can actually act as a buffer against those shocks.

A key example is the case of commodity prices, to which Mr. Murray referred. Canada is a net exporter of commodities, which account for about 30 per cent of our exporters. That is down from what it was 20 years ago, but it is still an important number.

tout dépendant de ce qu'elles exportent, de leur niveau de dépendance à l'égard des intrants importés et de la concurrence des autres importateurs sur le marché intérieur, les conséquences de l'appréciation varient d'une industrie à l'autre.

C'était une longue réponse à votre question. La valeur optimale de la monnaie varie selon l'industrie et le moment. Il vaut mieux laisser jouer les forces du marché.

**Le président:** L'un des buts de nos audiences est de saisir les conséquences sur nos exportations. Je veux être sûr d'avoir bien compris. Au paragraphe 15, comme vous le disiez, lorsque le dollar canadien vaut moins cher par rapport à la devise américaine, nos exportations augmentent; et lorsque notre monnaie s'apprécie par rapport au dollar américain, nos exportations diminuent. Est-ce que je simplifie trop les choses?

**M. Murray:** Non, c'est exactement cela.

**Le président:** Nous entendrons maintenant M. James.

**M. Steven James, directeur, Division de l'analyse et des prévisions économiques, ministère des Finances du Canada:** Je crois que vous avez tous reçu des copies des tableaux auxquels je ferai référence pendant mon exposé.

Je voudrais tout d'abord mettre les récents événements en contexte. Ces dernières années, les économistes s'attendaient à une appréciation du dollar canadien face à la devise américaine. De trimestre en trimestre, ils attendaient une appréciation, mais les faits leur ont toujours donné tort: en fait, notre monnaie s'est dépréciée. Dans une certaine mesure, l'appréciation attendue s'est finalement concrétisée cette année, mais elle s'est probablement manifestée de façon plus forte que prévu et, en tout cas, beaucoup plus rapidement qu'on ne l'avait anticipé. D'ailleurs, la rapidité de l'appréciation pose un problème.

Comme M. Murray le disait, le dollar américain a perdu de sa valeur face à tout un éventail de devises. Il est vrai que, depuis la fin de 2002, alors que le dollar canadien était particulièrement faible, le dollar américain s'est déprécié davantage face à notre monnaie qu'à de nombreuses autres devises. Toutefois, si on remonte plus loin dans le temps, disons la fin de 2001, la situation est différente. Le dollar américain a perdu environ 23 p. 100 de sa valeur face à l'Euro, et 15 p. 100 face au dollar canadien. De façon générale, peu importe la période de référence, nous devons tenir compte du comportement du dollar américain.

Il est important de reconnaître que le dollar n'est pas uniquement quelque facteur extérieur qui influe sur notre économie. Le comportement de notre économie influe aussi sur la valeur du dollar. Des chocs extérieurs ont également des répercussions à la fois sur la valeur du dollar et sur l'économie canadienne. Et lorsque cela se produit, le dollar peut jouer un important rôle de tampon pour amortir ces chocs.

Un exemple très important est le prix des produits de base dont parlait M. Murray. Le Canada est un exportateur net de produits de base, qui représentent environ 30 p. 100 de nos exportations. C'est moins qu'il y a 20 ans, mais le pourcentage demeure tout de même important.

Chart 1 shows the real exchange rate. This is simply the value of the Canadian dollar adjusted for relative prices between Canada and the United States. It tracks it against the Bank of Canada's real non-energy commodity price index, which is one of the variables to which Mr. Murray has already referred. There certainly is some clear relationship here. It is not as tight as the relationship he shows in his equation, where the equation considers this sort of variable along with a number of other variables as well. The last data point, if it were to be included in the weekly data, would show even a bit more of an uptick in the series this year.

At the same time, there are periods where you get divergences as well, where commodity prices are going one way and the exchange rate is going the other.

Chart 2 shows energy prices. Actually, in this case, it is the real U.S. dollar crude oil price index. We often tend to break energy and non-energy apart because, in the case of energy — particularly in the case of oil — we were not always a net exporter. In the past, we were a net importer. You would have expected that the impact on the dollar would have been different. That is something that we find in the data. In the more recent period, where we have been a net exporter, there is a positive correlation between energy prices and the exchange rate, although it is not as pronounced as you see in the case of non-energy prices.

When you have a decline in world commodity prices — for example, at the time of the Asian crisis — the profits of commodity exporters tend to decline in Canada and there tends to be some withdrawal of marginally profitable production. At the same time, foreigners need fewer Canadian dollars to purchase a given amount of commodity. Additionally, there will tend to be a reduction in the demand for, say, the equities associated with firms in that sector. This would cause a weakening of the Canadian dollar. That is the “buffering effect” I mentioned whereby as commodity prices fall — a negative for the Canadian economy — you have some partial offset coming from a weaker value of the Canadian dollar. This ability to buffer these “shocks” to world prices and demand is a key advantage of flexible exchange rates. Mr. Murray has already spoken a great deal about that.

In respect of the recent appreciation, a fair amount of this will sound like what you have just heard. As Mr. Murray has said, we have had some increase in non-energy commodity prices since the end of 2002. You see that in chart 1. Interest rate differentials would certainly be another factor that, over time, tends to influence the value of the dollar. That is shown in chart 3, where the solid line represents the nominal Canada-U.S. exchange rate and the three-month T-bill spread.

Again, it is important to note that although this is the sort of variable that will work in an equation with a lot of other variables, at any one point in time you do not necessarily have a precise match. You can have periods where the differential will go

Le tableau 1 indique le taux de change réel. Il s'agit simplement de la valeur du dollar canadien ajustée aux prix relatifs entre le Canada et les États-Unis. La valeur est déterminée en fonction de l'indice des prix réels de la Banque du Canada concernant les produits de base non énergétiques. Il s'agit de l'une des variables dont parlait M. Murray. Il existe clairement une corrélation. Le lien n'est peut-être pas aussi étroit que celui dont il fait état dans son équation, qui tient compte de ce genre de variables et d'un certain nombre d'autres variables. Le dernier point de données, s'il était inclus dans les données hebdomadaires, indiquerait une petite hausse dans les séries de cette année.

Par ailleurs, il y a des périodes où des divergences se manifestent, et où les prix des produits de base prennent une direction alors que le taux de change en prend une autre.

Le tableau 2 concerne les prix de l'énergie. Il s'agit en fait, dans ce cas, du véritable indice des prix du brut en dollars américains. Nous avons souvent tendance à établir une distinction entre les produits énergétiques et non énergétiques car, en ce qui concerne les produits énergétiques, et en particulier le pétrole, nous n'avons pas toujours été un exportateur net. Dans le passé, notre pays a été un importateur net. On se serait attendu à ce que les répercussions sur la valeur du dollar soient différentes. Cela figure dans les données. Plus récemment, depuis que nous sommes un exportateur net, on observe une corrélation positive entre les prix de l'énergie et le taux de change, bien que ce ne soit pas aussi prononcé que dans le cas des prix des produits de base non énergétiques.

Lorsque les prix mondiaux des produits de base diminuent, par exemple pendant la crise asiatique, les profits des exportateurs de produits de base ont tendance à baisser au Canada, et on constate un certain recul de la production générant des profits marginaux. Par ailleurs, les étrangers ont besoin de moins de dollars canadiens pour acheter une quantité donnée de produits de base. En outre, il y a diminution de la demande, par exemple, de capitaux associés aux entreprises de ce secteur. Il en résulte un affaiblissement du dollar canadien. C'est l'effet tampon dont je parlais, qui fait en sorte que la baisse des prix des produits, qui a un effet négatif sur l'économie canadienne, est partiellement amortie par la valeur plus faible du dollar canadien. Cette capacité d'amortir les chocs sur les prix et la demande mondiaux est un avantage fondamental des taux de change flexibles. M. Murray en a longuement parlé.

En ce qui concerne la récente appréciation, je répéterai en grande partie ce que vous avez déjà entendu. Comme M. Murray vous le disait, les prix des produits de base non énergétiques sont à la hausse depuis la fin de 2002. Le tableau 1 le montre. Les écarts entre les taux d'intérêt constituent certainement un autre facteur qui, à plus ou moins long terme, influe sur la valeur du dollar. Vous pouvez l'observer au tableau 3, où la ligne continue représente le taux de change nominal entre le Canada et les États-Unis et l'écart de trois mois concernant les bons du Trésor.

Encore une fois, il est important de souligner que même s'il s'agit du genre de variable qui agira dans une équation avec de nombreuses autres variables, il n'y a pas nécessairement concordance. Il peut y avoir des périodes où on observera une

negative and the dollar will hold up and vice versa. That is because other factors are also driving the dollar. It is not just the short spread. Again, we do have a positive correlation here.

A fourth factor would certainly be investor sentiment, or you could call it “animal spirits,” related to international, economic and political developments. These are the sorts of things that are hard to measure and you cannot put them in equations. It is the sort of thing that you can, after the fact, allude to as an explanation. Certainly, a lot of analysts, for example, pointed to the Iraq war’s uncertainty as being in some sense the catalyst on the start of the depreciation of the U.S. dollar. Again, it is a plausible story, but it is not the sort of thing that you can prove one way or the other.

The fifth factor would certainly be the current account situation. Mr. Murray has also talked about that and the issue of global imbalances.

Chart 4 gives you some information that Mr. Murray has shown you already, although it is packaged a bit differently. You can see on the left-hand side the bars represent Canada’s current account balance as a percentage of GDP. You can see how we went from many years of current account deficits — historically, we were a current account deficit country — into solid surpluses. You can see the United States, on the other hand, going into quite significant current account deficit. It is a real parting of the ways between Canada and the United States on this front. If you sum up those current account balances, you will get our net foreign debt. Historically, we were quite indebted in terms of net foreign debt. That is also turning around with a sharp decline in Canada’s net foreign debt and a steady increase in U.S. net foreign indebtedness, and it is actually now higher than is Canada’s.

It is that issue of rising United States foreign indebtedness that is ultimately posing this issue of imbalances and how they might be corrected, because you cannot have a permanent unending increase in United States net foreign indebtedness up to astronomical levels. Ultimately that needs to be corrected in some way.

What will be the impact of the recent appreciation? Again, we must keep in mind that it is not so much the appreciation itself; it is where we are relative to expectations. If everyone had been expecting the dollar to appreciate on a certain path, and that is how firms had been planning and it did exactly that, then in some sense there is no surprise, but there certainly has been some surprise, at least in terms of the rapidity of the appreciation.

In theory, we know that if Canadian exporters are price takers on the world market — if they simply have to accept world prices — then a higher dollar means lower Canadian dollar prices. That, in turn, would affect their profits and, particularly in the resource sector, you might see some withdrawal of marginal production, just

différence négative alors que le dollar se maintiendra, et vice-versa. Cela s’explique par le fait que d’autres facteurs, en plus de l’écart rapproché, influent sur le comportement du dollar. Dans ce cas aussi il y a corrélation positive.

Un quatrième facteur est le sentiment de l’investisseur, ou ce qu’on appelle la manifestation de l’instinct à l’égard de la situation internationale, économique et politique. C’est le genre de choses qu’il est difficile de mesurer et de réduire à des équations, et auxquelles on peut faire référence après coup pour expliquer une situation donnée. Par exemple, de nombreux analystes ont vu dans l’incertitude créée par la guerre en Irak un catalyseur ou l’élément déclencheur de la dépréciation du dollar américain. C’est une hypothèse plausible, mais dont la véracité, dans un sens ou dans l’autre, n’est pas démontrée.

Le cinquième facteur est la situation des comptes courants. M. Murray a abordé cet aspect et la question des déséquilibres mondiaux.

Le tableau 4 contient la même information que celle que vous a communiquée M. Murray, mais elle est présentée de façon différente. Les barres qui figurent du côté gauche représentent la balance des comptes courants du Canada en pourcentage du PIB. Comme vous pouvez le voir, nous sommes passés d’une longue période de comptes courants déficitaires — historiquement, le Canada a toujours eu des comptes courants déficitaires — à de solides excédents. Vous pouvez également voir que, par ailleurs, les États-Unis accusent maintenant un sérieux déficit de leurs comptes courants. Il y a donc une véritable divergence des voies suivies par le Canada et les États-Unis à ce chapitre. En additionnant ces balances des comptes courants, on obtient notre dette extérieure nette. Historiquement, le Canada a toujours été très endetté sous ce rapport. On assiste actuellement à un renversement de situation, la dette extérieure nette du Canada étant en nette régression, alors que l’endettement extérieur net des États-Unis augmente de façon constante et est maintenant plus élevé que celui du Canada.

L’endettement extérieur des États-Unis soulève la question des déséquilibres et de leur élimination, car l’endettement extérieur net des États-Unis ne peut pas s’accroître indéfiniment et atteindre des niveaux astronomiques. Tôt ou tard, il faudra y remédier d’une façon ou de l’autre.

Quelles seront les répercussions de la récente appréciation? Là encore, l’important n’est pas l’appréciation en soi, mais la situation de fait par rapport aux attentes. Si tout le monde s’attendait à voir l’appréciation du dollar atteindre un certain niveau, et les entreprises avaient planifié sur cette base qui s’est concrétisée, en un sens il n’y a pas de surprise; toutefois, il y a eu un imprévu, la rapidité de l’appréciation.

En théorie, on sait que si les exportateurs canadiens sont contraints d’accepter les prix mondiaux, un dollar plus fort entraîne une baisse des prix au Canada. Par ailleurs, cette situation influe sur les profits et peut engendrer, en particulier dans le secteur des ressources, un recul de la production

as you would see in the case of a decline in commodity prices. Of course, that is to some degree offset by the fact that we have some strength in commodity prices at present.

On the import side, to the degree that there is a partial pass-through of the higher dollar into lower import prices, you could expect to see some substitution of domestic demand away from domestic production and toward imports. There is some evidence, though, that this degree of pass-through may be less than it was in the past. In the late 1990s, when the dollar was depreciating, we did not tend to see the upside pass-through into prices that we would have expected to see based on earlier experiences.

At the same time, there are those who are importers in Canada who do make profits in Canada. These are Canadian firms, for example, on the wholesale or retail side, for which lower import prices are a boost to profits, a boost to margins and possibly as well to sales.

There is another positive impact of a higher dollar and that is in a lower cost of imported materials, parts, machinery and equipment. About 80 per cent of Canadian machinery and equipment tends to be imported, so to the extent that lower prices would boost investment you could see higher productivity growth in Canada going forward and higher potential output growth as well.

Again, many of these factors are difficult to quantify precisely. As I mentioned earlier, this degree of pass-through appears to be changing over time. The impact would also depend on what people were expecting in any case and what expectations are in terms of the persistence of the shock to the dollar.

From a broader perspective again, trade flows depend not only on the exchange rate but also on many other factors. Obviously we have seen the great increase in trade flows since the early 1990s, and a good deal of that would be a result of the free trade agreements and just a generally more outward orientation of Canadian businesses competing in global markets. Imports as well are driven by domestic demand and exports by foreign demand as well as by commodity prices. Exports to the U.S. in particular — as Mr. Murray has already mentioned — are critically dependent on the strength of the U.S. economic expansion, which seems at present to be gaining steam.

Chart 5 shows that the correlation is quite pronounced. This shows real Canadian export growth in the solid line and real United States GDP growth in the thin line. It is on the right scale and export growth is on the left scale. There is quite a high correlation here. As Mr. Murray mentioned, forecasters are expecting that the U.S. economy will be growing quite strongly. There are a number of private sector forecasters who are predicting the U.S. economy growing at close to 6 per cent in the third quarter and over 4 per cent in 2004. Looking forward,

marginale, comme dans le cas d'une diminution des prix des produits de base. Évidemment, cette situation est en partie compensée par le fait que les prix des produits base sont passablement élevés à l'heure actuelle.

Au chapitre des importations, dans la mesure où un dollar fort se traduit par une baisse des prix à l'importation, on peut assister à un certain déplacement de la demande intérieure, des produits fabriqués chez nous au profit de produits importés. Il y a cependant certaines indications selon lesquelles l'ampleur de ce déplacement serait moindre que par le passé. À la fin des années 90, lorsque notre dollar se dépréciait, nous n'avons pas observé d'influence à la hausse sur les prix, comme on était en droit de s'y attendre à la lumière de l'expérience passée.

Par ailleurs, certains importateurs canadiens font des profits au Canada. Il s'agit d'entreprises canadiennes, dans le secteur du gros ou du détail, par exemple, pour lesquelles des prix à l'importation moins élevés stimulent les profits, les marges et, dans certains cas, les ventes.

L'appréciation du dollar a aussi un effet positif, dans la mesure où l'importation de matériaux, de pièces, de machines et d'équipement revient moins cher. Le Canada importe environ 80 p. 100 de ces machines et équipement. Aussi, dans la mesure où des prix plus bas contribuent à stimuler l'investissement, il pourrait en résulter une croissance plus élevée de la productivité au Canada, et aussi une croissance plus forte de la production.

Encore une fois, bon nombre de ces facteurs sont difficiles à quantifier de façon précise. Comme je le disais plus tôt, l'importance du transfert semble changer au fil du temps. L'effet dépend des attentes des gens dans un cas donné, et des attentes quant à la persistance du choc sur le dollar.

Dans une perspective plus large, les échanges commerciaux sont tributaires non seulement du taux de change mais de nombreux autres facteurs. Nous avons été témoins d'une augmentation marquée des échanges commerciaux depuis le début des années 90, et cette situation est en grande partie le résultat des accords de libre-échange et d'une ouverture accrue des entreprises canadiennes sur les marchés mondiaux. Les importations sont également déterminées par la demande intérieure, et les exportations par la demande extérieure et les prix des produits. Les exportations vers les États-Unis en particulier, comme le faisait remarquer M. Murray, dépendent fortement de l'expansion économique américaine, qui semble actuellement prendre de la vigueur.

Le tableau 5 indique une forte corrélation. La courbe foncée indique une croissance réelle des exportations canadiennes, alors que la courbe pâle correspond à la croissance réelle du PIB américain. Cela figure sur l'échelle de droite, alors que la croissance des exportations figure sur l'échelle de gauche. Il y a une forte corrélation. Comme M. Murray le disait, les pronostiqueurs prévoient que l'économie américaine connaîtra une forte croissance. Un certain nombre de pronostiqueurs du secteur privé prédisent un taux de croissance de près de 6 p. 100

this is certainly a factor that, regardless of what is happening to the dollar, is certainly a significant positive for our export industries.

**The Chairman:** What happened in 1995? Canadian exports went way up but the U.S. real GDP growth was quite modest.

**Mr. James:** I confess that I would not be able to say exactly what happened in that episode, although we could look at the data.

**The Chairman:** No, that is all right.

**Mr. James:** In terms of the volatility of export data for Canada, the auto industry is often quite important. We have big auto movements in one quarter or another. That, for example, explains a lot of the weakness in exports in 2001, for example. Even though the U.S. economy was weak, you will see here that our exports were even weaker. Autos and high-tech also play a role there. That is something that we could check to see in terms of the detail.

**The Chairman:** Thank you very much. That was a very interesting presentation. Both witnesses have been very interesting.

Mr. Rao, if you would like to give us the benefit of your wisdom, we would be very interested and receptive.

**Mr. Someshwar Rao, Director, Strategic Investment Analysis, Industry Canada:** Thank you for inviting me to appear before the committee. My presentation today is based on a study that I co-authored with my two colleagues, Ram Acharya and Prakash Sharma from Industry Canada. As you will see, my presentation will complement that of my two colleagues from the Bank of Canada and the Department of Finance.

My presentation is entitled, "Canada-U.S. Trade and Investment Linkages." I will talk about the experience between 1990 and 2002 and what we found some of the important factors to be.

I have provided everyone with copies of my handout. On page two, you see that the Canadian economy has become much more outward oriented — particularly since 1990, which is when the Canada-U.S. Free Trade Agreement came into effect. As you can see, there is a dramatic increase in outward trade orientation — both export as a percentage of GDP and import as a percentage of GDP increased. Today, it is about 78 per cent of the exports plus imports as a percentage of GDP as compared to 52 per cent in 1990. At its peak in 2000, it was about 86 per cent, so there has been a drop, which I will discuss later.

We see a similar outward orientation with respect to foreign direct investment as a percentage of GDP. Today, we are net exporters of capital in foreign direct investment. The outward investment as a percentage of GDP is 7 percentage points higher than the inward investment as a percentage of GDP. That

pour l'économie américaine pendant le dernier trimestre de cette année, et un taux de 4 p. 100 en 2004. Indépendamment du comportement du dollar, cela aura certainement un effet positif important sur nos industries de l'exportation.

**Le président:** Que s'est-il passé en 1995? Les exportations canadiennes ont augmenté de façon marquée, mais le PIB américain a connu une croissance modeste.

**M. James:** Je reconnais ne pas pouvoir expliquer de façon précise ce qui s'est passé à ce moment-là, mais nous pourrions examiner les données.

**Le président:** Non, c'est très bien.

**M. James:** Le caractère volatile des données sur nos exportations s'explique en grande partie par le comportement du secteur automobile, qui fluctue beaucoup d'un trimestre à l'autre. C'est ce qui explique en grande partie la faiblesse des exportations en 2001, par exemple. Même si l'économie américaine était faible à ce moment-là, nos exportations étaient encore plus faibles. Les automobiles et la technologie de pointe jouent aussi un rôle à cet égard. Nous pourrions vérifier les détails.

**Le président:** Merci beaucoup. Votre exposé était très intéressant. Les deux témoins étaient très intéressants.

Monsieur Rao, si vous voulez bien nous éclairer, nous sommes très intéressés et attentifs.

**M. Someshwar Rao, directeur, Analyse des investissements, Industrie Canada:** Merci de m'avoir invité à comparaître devant le comité. Mon exposé repose sur une étude que j'ai signée avec deux collègues, Ram Acharya et Prakash Sharma, tous deux d'Industrie Canada. Comme vous pourrez le constater, mon exposé complète celui de mes deux collègues de la Banque du Canada et du ministère des Finances.

Mon mémoire est intitulé «Les liens entre le Canada et les États-Unis aux chapitres du commerce et de l'investissement». Je parlerai de la situation entre 1990 et 2002 et de certains des facteurs que nous avons jugés importants.

Je vous ai tous donné un exemplaire de mon mémoire. Comme vous pouvez le voir à la page deux, l'économie canadienne est beaucoup plus orientée vers le marché extérieur, en particulier depuis 1990, année de l'entrée en vigueur de l'Accord de libre-échange Canada-États-Unis. Le commerce extérieur a enregistré une hausse considérable, tant les exportations que les importations en pourcentage du PIB. Aujourd'hui, le commerce extérieur, exportations et importations confondues, représente environ 78 p. 100 du PIB, comparativement à 52 p. 100 en 1990. Notre commerce extérieur a cependant enregistré un recul, puisqu'il avait atteint son sommet en 2000, soit 86 p. 100.

On observe une orientation similaire de l'investissement étranger direct sortant, en pourcentage du PIB. Aujourd'hui, nous sommes des exportateurs nets au chapitre de l'investissement étranger direct. L'investissement sortant, en pourcentage du PIB, est supérieur de 7 points de pourcentage à l'investissement



compares with a gap of about 30 percentage points in favour of inward direct investment in 1962. We have become much more outward oriented.

This was largely due to closer economic linkages with the U.S. in trade. As you can see, there was a dramatic increase in trade — exports as well as imports, but especially exports. Our exports to the U.S. between 1990 and 2002 increased by more than 200 per cent. Imports increased also, but not to the same extent. Exports of goods and services today represent about 82 per cent. The U.S. share in our exports of goods and services is about 82 per cent compared to about 72 per cent in 1990, so there is a big increase in the importance of the U.S. market. The imports also increased but not that much. It is 68 per cent to 70 per cent.

Direct investment between Canada and the U.S. more than tripled between 1990 and 2002, but the U.S. share of Canadian inward investment stock remained more or less constant during this period at about 64 per cent, whereas, with regard to outward investment stock, Canadians are investing more abroad. In 1990, 63 per cent of our foreign outward investment stock went to the United States. Today it is only 47 per cent. We are becoming much more outward-oriented with respect to our investment. A similar picture emerges if you look at portfolio investment.

**Senator Di Nino:** I want to make sure that I understand your graphs, Mr. Rao. Do the graphs on page two represent Canadian trade with the world or the U.S. and/or the FDI with the world or the U.S.?

**Mr. Rao:** This graph addresses the world picture. However, I am saying that the world picture is driven mostly by the U.S.

**Senator Di Nino:** That is fine. Your title, “Canada and U.S. Trade Investment Linkages” confused me. Thank you for the explanation.

**Mr. Rao:** Canada’s trade linkages increased across all provinces between 1990 and 2002. Saskatchewan, which is the lowest percentage of direct export to the U.S., is still 62 per cent; in Ontario’s case, the figure is 93 per cent. As honourable senators can see, all provinces saw an increase in export percentages.

The same story can be told about industries. All industries experienced an increase in exports to the U.S. The importance of the U.S. market increased for all industries.

étranger direct entrant, en pourcentage du PIB, comparativement à un écart de près de 30 points de pourcentage favorisant l’investissement étranger direct entrant en 1962. C’est un revirement marqué de la situation.

Cela est en grande partie attribuable au resserrement des liens économiques avec les États-Unis, au chapitre des échanges commerciaux. Comme vous pouvez le constater, les échanges commerciaux, les exportations comme les importations, mais surtout les exportations, ont enregistré une hausse considérable. Nos exportations vers les États-Unis, entre 1990 et 2002, ont augmenté de plus de 200 p. 100. Les importations ont aussi augmenté, mais pas de façon aussi marquée. Les exportations de biens et services représentent aujourd’hui environ 82 p. 100 de nos échanges commerciaux. Les États-Unis importent environ 82 p. 100 des biens et services que nous exportons, comparativement à 72 p. 100 en 1990. On constate donc un accroissement sensible de l’importance du marché américain. Nos importations enregistrent aussi une hausse, mais pas aussi considérable; elles sont passées de 68 p. 100 à 70 p. 100.

L’investissement direct entre le Canada et les États-Unis a plus que triplé entre 1990 et 2002, mais la part que détiennent les États-Unis dans le stock d’investissement étranger direct entrant au Canada est restée plus ou moins la même pendant cette période, soit environ 64 p. 100; en ce qui concerne le stock d’investissement étranger direct sortant, les Canadiens investissent de plus en plus à l’étranger. En 1990, nous investissions 63 p. 100 de notre stock d’investissement étranger sortant aux États-Unis. Aujourd’hui, ce pourcentage n’est plus que de 47 p. 100. C’est dire que nous investissons beaucoup plus vers d’autres pays que les États-Unis. On constate la même situation dans le cas des placements de portefeuille.

**Le sénateur Di Nino:** Je veux m’assurer de bien comprendre vos tableaux, monsieur Rao. Les tableaux de la page deux représentent-ils les échanges commerciaux canadiens avec le monde ou avec les États-Unis et/ou l’investissement étranger direct avec le monde ou avec les États-Unis?

**M. Rao:** Ce tableau concerne le marché mondial. Ce que je dis, cependant, c’est que la situation mondiale est principalement déterminée par le marché américain.

**Le sénateur Di Nino:** Très bien. Le titre de votre mémoire, «Les liens entre le Canada et les États-Unis» aux chapitres du commerce et de l’investissement, m’a induit en erreur. Je vous remercie de l’explication.

**M. Rao:** L’accroissement des liens entre le Canada et les États-Unis, entre 1990 et 2002, s’est manifesté dans toutes les provinces. La Saskatchewan, qui enregistre le plus faible pourcentage d’exportations directes vers les États-Unis, se situe encore à 62 p. 100; en Ontario, le pourcentage est de 93 p. 100. Comme les honorables sénateurs peuvent le voir, toutes les provinces enregistrent une augmentation du pourcentage de leurs exportations.

C’est la même chose pour les industries. Toutes les industries ont accru leurs exportations vers les États-Unis. La part du marché américain s’est accrue dans tous les secteurs industriels.

Canada's trade links with Mexico are still not that strong, but they have increased considerably. Canada's trade with Mexico increased by 300 per cent between 1992 and 2002, but Canada's exports to Mexico still constitute only about half a percentage point, compared with imports from Mexico increased from about 2 to 4 per cent.

I should like to talk briefly about the benefits. As a result of increased trade with the U.S., much of the manufacturing sector benefited a great deal. More than 80 per cent of Canada's manufacturing output growth in the 1990s can be attributed to exports.

The FTA as well as NAFTA raised manufacturing productivity as expected prior to the FTA. A study done by Daniel Treffer, at the University of Toronto, suggested that the FTA has increased productivity in industries where the tariff barriers were higher prior to trade agreements and low tariff barriers had lower productivity growth. There was also turbulence. The industries with higher-than-expected numbers had a higher net exit rate of firms.

The next chart, on page 9, shows the foreign-controlled firms in general. The message — not only from our study, but also from all other studies — suggests that foreign-controlled firms in general are more productive than domestically controlled firms. By bringing foreign direct investment into Canada, the productivity on average increases. It is true that our foreign-controlled firms are not only more productive, but also, at the same time, they pay higher wages.

Canadian firms that are outward-oriented and export are more productive than the average Canadian firm. Outward orientation in general has been good for productivity and for the Canadian standard of living.

I would like to summarize some of the challenges that we have seen from our study. First, competition from Mexico and China in the U.S. will rise. It has already risen considerably between 1990 and 2002. In spite of the dramatic increase in Canada's exports to the United States, our market share has remained more or less stable. It went up and came down. However, the Mexican market share almost doubled from 6 per cent to 11.6 per cent. The Chinese market share increased from 3 per cent to about 11 per cent.

Although the commodity composition of our exports is not the same — the products we export to the U.S. are oriented more towards knowledge and high tech — Mexico and China are catching up in these respects. In the future, there will be more competition from these two countries in the U.S. market.

Les échanges commerciaux du Canada avec le Mexique ne sont pas très importants, mais ils ont beaucoup augmenté. Entre 1992 et 2002, les échanges commerciaux entre ces deux pays ont augmenté de 300 p. 100, mais les exportations du Canada vers le Mexique ne représentent qu'un demi-point de pourcentage de nos exportations totales, alors que nos importations du Mexique sont passées de 2 p. 100 à 4 p. 100 de nos importations totales.

J'aimerais maintenant parler brièvement des avantages. La majeure partie du secteur manufacturier a grandement bénéficié de l'accroissement des échanges commerciaux avec les États-Unis. Plus de 80 p. 100 de la croissance de production du secteur manufacturier canadien dans les années 90 peut être attribuée à l'augmentation des exportations.

L'Accord de libre-échange et l'ALENA ont contribué à relever la productivité du secteur manufacturier, comme prévu avant la signature de l'Accord de libre-échange. Selon une étude effectuée par Daniel Treffer, à l'Université de Toronto, l'Accord de libre-échange a accru la productivité des industries où les barrières tarifaires étaient élevées avant la signature des accords commerciaux, et là où les barrières tarifaires étaient faibles, la croissance de la productivité a été moindre. Il y a aussi eu une certaine turbulence. Les industries pour lesquelles les chiffres étaient plus élevés que prévu ont accusé un taux d'exode net d'entreprises plus élevé.

Le tableau suivant, à la page 9, concerne les entreprises sous contrôle étranger en général. Il ressort, non seulement de notre étude mais de toutes les autres études, que les entreprises sous contrôle étranger sont en général plus productives que les entreprises sous contrôle canadien. L'investissement étranger direct au Canada contribue à relever la productivité moyenne. Il est vrai que les entreprises sous contrôle étranger sont non seulement plus productives mais les salaires y sont plus élevés.

Les entreprises canadiennes qui sont orientées vers le marché extérieur et qui exportent sont plus productives que les entreprises canadiennes moyennes. En général, l'orientation vers les marchés extérieurs a favorisé la productivité et contribué à relever le niveau de vie au Canada.

Permettez-moi de faire un survol des défis dont notre étude nous a permis de prendre connaissance. Premièrement, la concurrence du Mexique et de la Chine aux États-Unis s'intensifiera. Ce fut d'ailleurs le cas entre 1990 et 2002. Malgré une hausse considérable des exportations canadiennes vers les États-Unis, notre part du marché est demeurée plus ou moins stable. Elle a augmenté, puis est redescendue. Toutefois, notre part du marché mexicain a presque doublé, passant de 6 p. 100 à 11,6 p. 100. Notre part du marché chinois est passée de 3 p. 100 à environ 11 p. 100.

Bien que la composition de nos exportations ne soit pas la même — les produits que nous exportons aux États-Unis sont davantage axés sur la connaissance et la technologie de pointe — le Mexique et la Chine sont en train de rattraper leur retard dans ces domaines. Dans l'avenir, on peut s'attendre à une concurrence accrue de ces deux pays sur le marché américain.

Our study confirms what Mr. Murray and Mr. James mentioned in regard to the big factor for the expansion of our exports in the 1990s was the United States economy. The chart on page 10 shows how closely the two are correlated. The U.S. import growth is correlated with Canada's export growth to the U.S. Our exports to the U.S. constitute about 18 per cent. However, the close correlation is phenomenal. According to our study, this was one of the dominant factors for our export expansion between 1990 and 2002.

Another important factor was the dollar depreciation. The chart on the left side of page 12 shows the depreciation of the dollar, which Mr. Murray has already spoken about. On the right-hand side of the page, you will see a diagram that shows that between 1990 and 2000, our cost competitiveness improved by 19 per cent over the whole period. That was entirely due to the depreciation of the dollar. The dollar depreciated during that period by about 30 per cent. Although our productivity increased significantly, it lagged behind that of the U.S., which had a substantially higher pace of growth in productivity.

Our hourly compensation grew at a slower pace than the U.S. but at the same time, productivity was lower. The message is that we improved our cost position. As a result, we improved our net export position to the U.S. However, this cannot be sustained in the long term because we must depend on productivity. By depreciating the dollar — as Mr. Murray and Mr. James pointed out — you will reduce our standard of living as well as increase the cost of imports and machine and equipment that may have a negative impact on productivity.

The next chart displays the Canada's productivity problem in the manufacturing area, which is the key sector for international trade. That is where 80 per cent of our exports are and that is where international competition is fierce. The manufacturing productivity, on page 13, shows that the gap has widened. Between 1995 and 2002, the gap opened up from about 17 per cent to 35 per cent in 2002. The problem seems to be that in the future, if we want to improve our trade performance, it is not so much the dollar that we should worry about — we cannot control the dollar — it is the productivity that we have to worry about. That will improve our real wages and at the same time improve our cost position and trade performance.

From our study, we concluded that to improve Canada's trade performance in the future, we cannot depend upon the dollar depreciation as we have to some extent in the past. We should concentrate on improving productivity. At the same time, we should reduce border risk and impediments to our trade with the U.S. because almost 87 per cent of our merchandise exports go to the United States. Any border risk and impediments will have a negative impact on trade performance. We must improve productivity through facilitating more efficient operation of the markets, encourage private sector entrepreneurship, attract and retain highly qualified people and investment in key sectors and improve Canada's innovation and productivity performance.

Notre étude confirme ce que soutenaient MM. Murray et James, à savoir que le principal facteur de la croissance de nos exportations dans les années 90, a été l'économie américaine. Comme on peut le voir à la page 10, il existe une corrélation entre le taux de croissance des exportations canadiennes vers les États-Unis et la croissance des importations de marchandises des États-Unis. Nos exportations vers les États-Unis représentent environ 18 p. 100 des importations américaines. La forte corrélation qui existe est phénoménale. Selon notre étude, ce fut l'un des principaux facteurs de la croissance de nos exportations entre 1990 et 2002.

La dépréciation du dollar a aussi été un facteur important. Le tableau à la gauche de la page 12 illustre la dépréciation du dollar, dont M. Murray a également parlé. Le diagramme qui se trouve à droite de la page montre qu'entre 1990 et 2000, notre compétitivité s'est améliorée de 19 points, principalement en raison de la dépréciation de notre dollar. Notre monnaie a perdu environ 30 p. 100 de sa valeur au cours de cette période. Bien qu'elle se soit sensiblement améliorée, notre productivité est néanmoins demeurée inférieure à celle des États-Unis, qui ont affiché à ce chapitre un taux de croissance sensiblement plus élevé.

La rémunération horaire a progressé plus lentement qu'aux États-Unis, mais, par ailleurs, notre productivité était inférieure. En définitive, nous avons réduit nos coûts et, par voie de conséquence, nous avons amélioré notre position au chapitre des exportations nettes vers les États-Unis. Cette tendance ne pourra cependant pas se perpétuer, car nous sommes tributaires de la productivité. Comme le faisaient remarquer MM. Murray et James, la dépréciation de notre monnaie entraîne une diminution de notre niveau de vie et une augmentation du coût des importations, des machines et de l'équipement, ce qui peut avoir un effet négatif sur la productivité.

Le tableau suivant illustre le problème de productivité dans le secteur de la fabrication, qui joue un rôle essentiel dans le commerce international. Quarante-vingt p. 100 de nos exportations en dépendent et la concurrence, sur ce marché, est féroce. Le tableau sur la productivité du secteur de la fabrication, à la page 13, montre un élargissement de l'écart de productivité, qui est passé de 17 p. 100 en 1995 à 35 p. 100 en 2002. L'amélioration de notre performance commerciale, dans l'avenir, ne dépendra pas tant de la valeur de notre dollar, que nous ne pouvons contrôler, que de la productivité. C'est ce qui contribuera à accroître les salaires réels et à améliorer notre compétitivité sur le plan des coûts et notre performance commerciale.

Il ressort de notre étude que pour améliorer la performance commerciale du Canada dans l'avenir, nous ne pourrions pas continuer de compter sur la dépréciation du dollar comme nous l'avons fait dans une certaine mesure jusqu'à maintenant. Nous devons nous efforcer d'améliorer notre productivité. Il faudra également réduire les risques frontaliers et les obstacles aux échanges commerciaux avec les États-Unis, car près de 87 p. 100 de nos exportations de marchandises sont destinées au marché américain. Les risques frontaliers et les obstacles commerciaux auront des répercussions négatives sur notre performance commerciale. Nous devons améliorer la productivité en facilitant une plus grande efficacité des marchés, en

They are not independent; they are all interrelated. The bottom line is that we must improve our productivity performance so that in the future we can improve our standard of living and at the same time improve our productivity performance.

**The Chairman:** We will adjourn now because there is another meeting that we must attend.

We have many questions and could be here for another hour and a half. Would all three of you agree with the fact that the increase in U.S. demand and the value of the Canadian dollar have had a big impact on our exports to the U.S.? You seem to all agree on that.

**Mr. Murray:** Yes.

**Senator Di Nino:** I want to extend apologies to our guests. They have given three wonderful and informative presentations and we are not able to participate.

I would like to get some commitment from you, Mr. Chairman, to invite them back so that we can explore some of the comments they made and learn a little more from them.

**The Chairman:** There is no question about that, Senator Di Nino. While I have members of the committee here, I wish to inform you that we are trying not to hold meetings next week. As you know, the House of Commons and the Senate are not sitting and we are trying to schedule next week's work into the following week. As we have had few replies for people to come next week, that would be the best.

To answer Senator Di Nino's observation, I apologize. The Senate sat. We will do everything we can to get you back so that we can question you on these very important briefs that you have given to us.

The committee adjourned.

---

OTTAWA, Wednesday, October 8, 2003

The Standing Senate Committee on Foreign Affairs met this day at 6:08 p.m. to examine and report on the Canada-United States of America trade relationship and on the Canada-Mexico trade relationship.

**Senator Peter A. Stollery** (*Chairman*) in the Chair.

[*English*]

**The Chairman:** Honourable senators, I apologize to our witnesses for this delay. The committee tabled the first volume of its review of NAFTA in June. It has led us to this series of meetings in which we are taking more evidence. We had received a great deal of information from some good witnesses that the exchange rate is a major factor in Canada-U.S. trade — which

encourageant l'entrepreneuriat dans le secteur privé, en attirant et conservant des travailleurs hautement qualifiés, en investissant dans les secteurs clés et en améliorant la performance du Canada au chapitre de l'innovation et de la productivité. Tous ces éléments ne sont pas indépendants les uns de l'autre; ils sont interdépendants. En définitive, nous devons améliorer les facteurs de productivité, pour être en mesure de relever notre niveau de vie et avoir une meilleure performance au chapitre de la productivité.

**Le président:** Nous allons lever la séance maintenant car une autre séance nous attend.

Nous avons de nombreuses questions et nous pourrions être ici pendant encore une heure et demie. Nos trois témoins sont-ils d'avis que l'accroissement de la demande américaine et la valeur du dollar canadien ont grandement influencé nos exportations vers les États-Unis? Vous semblez tous le croire.

**M. Murray:** Oui.

**Le sénateur Di Nino:** Je tiens à m'excuser auprès de nos invités. Ils nous ont présenté trois exposés remarquables et instructifs, mais nous ne pouvons malheureusement pas poursuivre.

J'aimerais avoir votre promesse, monsieur le président, que vous les inviterez à revenir pour que nous puissions poursuivre l'étude de la question avec eux et en apprendre un peu plus.

**Le président:** Cela ne fait aucun doute, sénateur Di Nino. Pendant que les membres du comité sont ici, nous essayons d'éviter d'avoir à siéger la semaine prochaine. Comme vous le savez, la Chambre des communes et le Sénat ne siégeront pas et nous tentons de reporter les séances prévues la semaine prochaine à la semaine suivante. Ce serait la meilleure solution, puisque nous avons eu peu de réponses aux invitations pour la semaine prochaine.

Pour faire suite à ce que disait le sénateur Di Nino, je m'excuse. Le Sénat siégeait. Nous ferons tout ce que nous pourrions pour vous inviter de nouveau, afin de pouvoir vous interroger sur ces très importants mémoires que vous nous avez donnés.

La séance est levée.

---

OTTAWA, le mercredi 8 octobre 2003

Le Comité sénatorial permanent des affaires étrangères se réunit aujourd'hui à 18 h 08 pour examiner, afin d'en faire rapport, les relations commerciales entre le Canada et les États-Unis et entre le Canada et le Mexique.

**Le sénateur Peter A. Stollery** (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

**Le président:** Honorables sénateurs, je m'excuse auprès de nos témoins du retard que nous avons pris. Le comité a déposé en juin le premier volume de son étude de l'ALENA. Cette étape nous a conduits vers une série de rencontres au cours desquelles nous recueillons plus de témoignages. Jusqu'ici, de bons témoins nous ont fourni beaucoup de renseignements sur l'importance du taux

should not come as a surprise to anyone. We were reminded of the fluctuations in the exchange rate from 1988 to 2000. Our exports, to some extent, follow those exchange rates.

Our first witness today is Mr. Michael McCracken, who has been before the committee many times before. We will also hear from Mr. Ted Carmichael and Mr. Jim Stanford.

Mr. McCracken, please proceed.

**Mr. Michael McCracken, Chair, Informetrica Limited:** I have handed out a PowerPoint summary of points, but my testimony, I think, will actually serve for what you want. I apologize for not having this available in both English and French. I just completed it this afternoon.

Let me set the scene, if I could. It strikes me that the first question that would be helpful for me to answer would be what we know about exchange rates. In essence, it is fairly clear, and we have lots of evidence that exchange rate changes affect export prices, import prices. We also have learned that these changes take time; they do not happen instantaneously, in all markets at least. Once you start changing prices in a modern economy, other prices also respond to those — wage rates, prices of domestically produced goods — and so very quickly the cat gets out of the bag and you have a much more complicated set of changes to think about.

If that were not enough, when prices change, particularly relative prices, you begin to get real changes in the economy. People make decisions to lay off people, or to hire people, or to invest, or to slow down their investment, or to buy cars or not. When you ask questions about the effect of the exchange rate change, you are, in some sense, very quickly moving into having to answer a question of what happens in the total economy. When you face that question — as always with almost any kind of a shock to the system — there are effects that are positive for some people and negative for others, and for businesses, regions for levels of government, and so on.

Also, when you ask the question about exchange rates, a good economist — and we have nothing but that here — would ask you a supplementary question: What kind of a monetary policy rule is being pursued by the central bank? Is the bank just going to sit there and watch it and do nothing, or is it focusing on inflation? If inflation, for example, with depreciation is substantially higher, will the bank react to it by raising interest rates? Or, in the more recent period, will the appreciation of the Canadian dollar lead to lower prices or the anticipation of lower prices, and will that lead to lower interest rates? Or will the bank use something even more sophisticated — some sort of a monetary conditions index, where a certain amount of appreciation can be traded off with interest rates changes?

de change pour le commerce entre le Canada et les États-Unis — ce qui ne devrait étonner personne. On nous a rappelé les fluctuations du taux de change entre 1998 et 2000. Nos exportations, dans une certaine mesure, suivent ces taux de change.

Notre premier témoin d'aujourd'hui est M. Michael McCracken, qui a comparu devant le comité à de nombreuses reprises. Nous allons également entendre M. Ted Carmichael et M. Jim Stanford.

Monsieur McCracken, la parole est à vous.

**M. Michael McCracken, président, Informetrica Limitée:** J'ai distribué un résumé en PowerPoint, mais mon témoignage, je pense, vous servira aux fins souhaitées. Je m'excuse de ne pas vous l'avoir présenté en anglais et en français. Je ne l'ai terminé que cet après-midi.

Avec votre permission, j'aimerais d'abord planter le décor. Ce qui me frappe, c'est que la première question à laquelle il serait utile que je réponde concerne ce que nous savons des taux de change. Essentiellement, c'est relativement clair, et nous disposons de nombreuses données selon lesquelles les fluctuations du taux de change influent sur le prix des exportations et des importations. Nous avons également appris que ces fluctuations prennent du temps; elles ne surviennent pas instantanément, du moins pas dans tous les marchés. Une fois que, dans une économie moderne, les prix commencent à changer, d'autres prix réagissent — les taux salariaux, le prix des biens produits au pays. Le temps de le dire, le chat sort du sac, et on se retrouve face à une série de changements beaucoup plus complexes.

Comme si ce n'était pas suffisant, les variations de prix, en particulier des prix relatifs, entraînent de véritables changements dans l'économie. Des gens décident de faire des mises à pied, d'embaucher des travailleurs, d'investir, de ralentir leurs investissements, d'acheter ou non des voitures. Lorsqu'on se pose des questions sur l'effet des variations du taux de change, on est très vite amené, en un sens, à se poser des questions sur la situation de l'économie totale. Confronté à ces questions, on constate — comme toujours lorsque le système subit tel ou tel type de choc — que les effets sont positifs pour certains et négatifs pour d'autres. Il en va de même pour les entreprises, les régions, les ordres de gouvernement et ainsi de suite.

À propos des taux de change, un économiste de qualité — et il n'y a que de telles personnes ici — poserait une question supplémentaire: quel genre de politique monétaire la banque centrale applique-t-elle? Va-t-elle se contenter d'observer la situation sans intervenir ou se concentrer sur l'inflation? Si l'inflation, par exemple, compte tenu de l'amortissement, est sensiblement plus élevée, la banque réagira-t-elle en haussant les taux d'intérêt? L'appréciation du dollar canadien, conformément à ce qu'on a observé récemment, se traduira-t-elle par une prévision de prix plus bas? En résultera-t-il des taux d'intérêt plus bas? La banque aura-t-elle recours à une méthode encore plus raffinée — une forme d'indice des conditions monétaires, en vertu duquel les fluctuations des taux d'intérêt permettent d'annuler une part de l'appréciation?

If you were to ask the central bank, of course, the bank would probably say that it never comments on the exchange rate; however, were they to search their hearts, they would also point out that they would really like to know how persistent this exchange rate change will be. It is one thing if it jumps half a cent in one day, as it did yesterday; however, if that persists for five years, the story is different. Or will it be reversed in the next two days, in which case, they might say, it was there but then it left and we are not going to respond.

There is also a question that we worry about in terms of bankers, particularly, central bankers, and that is whether they react symmetrically. If the dollar depreciates and pushes up inflation, and they take a series of moves to raise interest rates, would they do the same in the opposite direction if there were an appreciation of the dollar of the same amount? If not, then you run the problem that your economy can be buffeted or pushed to one extreme or another.

You would also like to know whether they would react differently to small changes versus large changes. Will they react to a one-cent change in a very modest way but get not just five times but ten 10 time more excited if they were facing a five-cent appreciation?

Why we are asking this question now? Where were the hearings two years ago when we faced a depreciation of 35 per cent? We could have dug in and wrung our hands — which would have been more appropriate. It is interesting that only after something has changed a lot do we want to talk about it. Of course, that usually is the time it reverses and goes in the other direction, because we have begun to look at it. With the recent appreciation that has occurred, this may be the peak that we are meeting at to wring our hands about. I do not know.

In fact, both things are happening out there. We have had a large depreciation of the Canadian dollar in nominal and real terms, against the U.S. dollar since the early 1990s. We have had a recent appreciation since the beginning of the year that is quite substantial. Perhaps another reason we want to talk about this is that we are hearing from our trading partners, particularly the U.S., their concern about the Canadian dollar not appreciating enough. Indeed, I can recall a group of U.S. senators coming up here in the mid-1980s to express their concern about our low dollar. Of course, between the time they arranged their meeting and the time they actually came up, the dollar had bounced back up about two or three cents. As near as I can find out, they showed up, but I could not find them to meet. They all said they were someplace over in Hull.

I get stuff from U.S. economists saying that we have been taking advantage of the U.S. with our low dollar over the last few years and it is time it stopped. Is there anything there or not? Of

Si vous lui posiez la question, la banque centrale, naturellement, vous répondrait qu'elle ne commente jamais le taux de change; cependant, elle soulignerait aussi, après avoir sondé son for intérieur, qu'elle aimerait vraiment savoir combien de temps durera la fluctuation du taux de change en question. Une augmentation de un demi de 1 p. 100 comme celle d'hier est une chose; un phénomène qui persiste pendant cinq ans en est une autre. À moins que la hausse ne soit renversée deux jours plus tard, auquel cas la banque, prenant acte de l'apparition du phénomène, puis de sa disparition, dira peut-être qu'elle n'entend pas répondre.

À propos des banquiers, en particulier ceux des banques centrales, une autre question nous préoccupe, celle de savoir s'ils vont réagir de façon symétrique. Si la valeur du dollar diminue, que cela entraîne une hausse de l'inflation et qu'ils prennent une série de mesures pour hausser les taux d'intérêt, feraient-ils la même chose en sens contraire si le dollar s'appréciait du même montant? Sinon, l'économie risque d'être ballottée d'un extrême à l'autre, ce qui pose problème.

Nous aimerions également savoir s'ils réagiraient différemment à de petites fluctuations par rapport à de grandes. Réagiront-ils avec beaucoup de retenue à une fluctuation de un cent, mais, en cas d'appréciation de cinq cents, seront-ils non pas cinq fois plus énervés, mais bien dix fois plus énervés?

Pourquoi poser ces questions maintenant? A-t-on tenu des audiences il y a deux ans, à l'époque où nous faisons face à une dépréciation de 35 p. 100? Nous aurions pu réfléchir et nous tordre les mains — il aurait été plus approprié de le faire. Il est intéressant de constater que ce n'est qu'après un changement marqué que nous souhaitons en parler. Bien entendu, cela se produit habituellement lorsque la situation s'inverse et part dans l'autre direction puisque c'est à ce moment que nous entamons notre examen. Étant donné l'appréciation que nous avons connue, nous sommes peut-être confrontés au pic à la faveur duquel nous nous rencontrons pour nous tordre collectivement les mains. Je ne sais pas.

En fait, les deux phénomènes se produisent. Depuis le début des années 90, le dollar canadien, sur les plans nominal et réel, a connu une forte dépréciation par rapport à la devise américaine. Depuis le début de l'année, nous faisons face à une appréciation relativement marquée. Si nous souhaitons en parler, c'est peut-être aussi parce que nos partenaires commerciaux, en particulier les États-Unis, s'inquiètent du fait que le dollar canadien ne s'apprécie pas assez. En fait, je me souviens d'avoir vu un groupe de sénateurs des États-Unis venir ici au milieu des années 80 pour dire leur inquiétude au sujet de notre faible dollar. Naturellement, entre le moment où la rencontre a été organisée et celui de leur visite, le dollar avait bondi et repris deux ou trois cents. Pour ce que j'en sais, ils sont venus, mais je n'ai pas réussi à les rencontrer. Tout le monde a dit qu'ils se trouvaient quelque part à Hull.

J'entends des économistes américains dire que la faiblesse de notre dollar nous a permis de profiter des États-Unis et que cela doit cesser. Une telle affirmation est-elle fondée ou non? Bien

course, they are beating up on China at the same time; in fact, we have been joining in on that effort to some extent — with some question in my mind as to why.

It could also be that we are worried about our manufacturing and resource sector being too strong and that we want to cool it down a little bit with this appreciation. It was helped, perhaps too much, by a lower dollar and has been perhaps getting a little sloppy on the productivity front, so there is nothing like a good appreciation to stimulate them to higher objectives.

The changes you know about — you have been hearing about them. The kinds of numbers that will get tossed around are something on the order of a 15 to 18 per cent appreciation of the Canadian dollar since the beginning of the year — something on the order of a 37 or 38 per cent depreciation of the dollar from 1991 forward. We are now sort of about halfway back. If you want simple numbers, think of it as 30 per cent depreciation, of which about half has been offset by the recent strengthening of the currency.

I mentioned the interconnections within the Canadian economy when we start juggling the exchange rate, but we must realize that Canada is just a box in a global economy and that we are connected to what is going on in the U.S. economy — which will affect our exchange rate independent of what we are doing here. The Canadian economy has its feedbacks. The U.S. economy affects the Canadian economy and, indirectly that way, also the exchange rate. It is an interconnected system; and in thinking about why there has been a change, we will want to follow up on that story.

Very quickly, let us assume we had — and if not, you can correct me and I can switch the signs — but let us say we are talking about a 20 per cent appreciation of the Canadian dollar that sticks. In other words, let us assume that we stay at 75 or 77 cents for the foreseeable future — up from something in the mid-60s on average in the 2001-2002 period. How will that unfold over the next few years in terms of its effect on the economy — is that right direction to go, Mr. Chairman?

**The Chairman:** We are relatively focused on what effect the dollar has on our trade with the United States. Our terms of reference are Canada-U.S. trade, and the committee is interested in what the effect of all of this has been, and will be, on Canada-U.S. trade.

**Mr. McCracken:** I will try to keep it limited in that way, although you will quickly find that we have to spill over to some other issues.

If we have an appreciation, export and import commodity prices will rise — and some immediately by almost the full amount, or 20 per cent. A good example would be oil. We have chosen, rightly or wrongly, to price our oil in Canada at the world oil price and to adjust daily to that world oil price. Other prices in the energy field also link into that decision and adjust quite quickly as well. Other basic commodity prices — metals and fibre

entendu, les mêmes économistes tapent en même temps sur le clou de la Chine; en fait, nous avons jusqu'à un certain point uni notre voix à la leur — ce qui m'amène d'ailleurs à m'interroger sur nos motivations.

Il est également possible que nous craignons que notre secteur de la fabrication et des ressources soit trop vigoureux et que nous voyions dans la présente appréciation le moyen de les ralentir un peu. Ces secteurs ont été avantagés, peut-être trop, par un faible dollar, et ils ont peut-être fait preuve d'un peu de laxisme sur le front de la productivité. Il n'y a donc rien comme une bonne appréciation pour les amener à poursuivre des objectifs plus élevés.

Les changements, vous les connaissez — on vous en a parlé. On parle, depuis le début de l'année, d'une appréciation du dollar canadien de l'ordre de 15 à 18 p. 100 — et d'une dépréciation de l'ordre de 37 ou 38 p. 100 du dollar depuis 1991. À l'heure actuelle, nous avons en gros récupéré la moitié du total. Vous voulez des chiffres simples? Représentez-vous une dépréciation de 30 p. 100, dont environ la moitié a été annulée par le redressement récent de notre devise.

À propos de la fluctuation du taux de change, j'ai fait état des liens avec l'économie canadienne, mais nous devons nous rendre compte du fait que le Canada ne constitue qu'un maillon de l'économie mondiale. Nous sommes en partie dépendants de l'état de l'économie des États-Unis — laquelle aura un effet sur notre taux de change, peu importe ce que nous faisons ici. L'économie canadienne reçoit des rétroactions. L'économie des États-Unis influe sur l'économie canadienne et donc, de façon indirecte, sur le taux de change. Tout est lié. En réfléchissant aux causes du changement, nous voudrions donner suite à cet état de fait.

Très brièvement — postulons une appréciation durable de 20 p. 100 du dollar canadien — sinon, corrigez-moi, et je rectifierai le tir. En d'autres termes, imaginons que nous allons rester à 75 ou à 77 cents dans un avenir prévisible — ce qui représente une hausse par rapport à la moyenne observée en 2001-2002, soit environ 65 cents. Comment la situation évoluera-t-elle au cours des prochaines années du point de vue des effets sur l'économie — est-ce bien l'orientation que je dois donner à mes propos, monsieur le président?

**Le président:** Nous sommes relativement centrés sur l'effet du dollar sur notre commerce avec les États-Unis. Notre ordre de renvoi porte sur le commerce entre le Canada et les États-Unis, et les membres du comité s'intéressent aux effets que tout cela a eus et aura sur le commerce entre le Canada et les États-Unis.

**M. McCracken:** Je vais tenter de m'en tenir à cet aspect, mais vous allez rapidement vous rendre compte que nous devons déborder sur d'autres enjeux.

En cas d'appréciation, le prix des biens exportés et importés va augmenter — dans certains cas, on fera face à une augmentation immédiate correspondant presque au montant total, soit 20 p. 100. Le pétrole constitue un bon exemple. À tort ou à raison, nous avons décidé au Canada d'adopter le prix mondial du pétrole et d'ajuster le prix en vigueur quotidiennement en fonction du prix mondial du pétrole. Cette décision a une

products, for example — are also linked into international commodity prices. By and large, these will respond almost instantaneously to higher prices or lower prices as landed in Canadian dollars.

Some export-import prices will not change quite as much. Someone may decide that a price change would make its product too uncompetitive in the eyes of the buyers of the product. In that case, the foreign price is not adjusted by the same amount and will be offset to some degree by adjusting to a greater or lesser amount, as the case may be. Think of declines of full amount at 20 per cent for the market products and perhaps 10 to 15 per cent for some of the others.

These price reductions will reduce corporate profits and will also lower the consumer price index, the CPI. It will also then get picked up in other import competing prices. Wages will probably increase less, may or may not drop, most likely not, and machinery and equipment prices will go down. One of the major effects of an exchange rate change is that an appreciation of the Canadian dollar is essentially a transfer of income from the corporate sector to the personal sector. It is akin to removing a tariff on imports and stopping the subsidization of exports. That is another way of seeing an exchange rate appreciation or depreciation the other way. It is like having a tariff on all imports and a subsidy on all exports.

That will increase real disposable income consumption and will probably, almost inevitably, increase imports, as a result. Exports in real terms may go up, depending on how people have adjusted and what kind of income effects are seen. I will open the door to the recognition that when you start down this road you have to look at the flip side of what is happening. Keep in mind that the change in the exchange rate in Canada of an appreciation is a depreciation of the U.S. dollar against the Canadian dollar. That depreciation of the U.S. dollar will have effects in the U.S. It will move income from consumers to business. It will generate some additional economic activity in the U.S. Some of that, as we know, will spill over and create additional demand in Canada. The question becomes one of what the net force of these activities is.

In the same way, if the consumer is stronger in Canada, the influence of that may be an increase in demand in Canada for automobiles, for example — even though they may be losing demand on the export side because of higher priced cars as seen in U.S. dollars in the south.

incidence sur d'autres prix dans le domaine énergétique. Ces derniers sont eux aussi rajustés assez rapidement. D'autres prix des produits de base — les métaux et les produits fibreux, par exemple — entretiennent aussi des liens avec les prix internationaux des produits. Pour une large part, ces prix réagiront presque immédiatement à des prix plus élevés ou moins élevés en dollars canadiens.

Les prix de certains produits d'exportation ou d'importation ne changeront pas autant. On décidera peut-être qu'un changement de prix risque de faire en sorte qu'un produit ne sera plus concurrentiel aux yeux des acheteurs. Dans ce cas, le prix étranger n'est pas rajusté dans la même proportion, et on en compensera en partie les effets en rajustant dans une proportion plus ou moins grande, selon le cas. On peut envisager des diminutions du montant total de 20 p. 100 pour les produits du marché et de par exemple 10 à 15 p. 100 pour certains autres produits.

Les réductions de prix entraîneront une diminution des profits des sociétés et de l'indice des prix à la consommation, l'IPC. Les prix d'autres importations concurrentes seront aussi touchés. Les salaires augmenteront probablement moins, diminueront ou ne diminueront pas, la seconde hypothèse étant la plus probable, tandis que les prix de la machinerie et de l'équipement diminueront. L'un des principaux effets de la fluctuation du taux de change est que l'appréciation du dollar canadien constitue essentiellement un transfert de revenu du secteur des entreprises à celui des particuliers. Un peu comme si on supprimait un tarif sur des importations et qu'on cessait de subventionner des exportations. C'est une autre façon de voir une appréciation du taux de change ou une dépréciation dans l'autre sens. C'est comme si on imposait un tarif sur l'ensemble des importations et qu'on accordait une subvention à l'ensemble des exportations.

Le revenu réel disponible et la consommation qui en découle entraîneront probablement, presque inévitablement, une augmentation des importations. Selon l'adaptation des intéressés et la perception des effets sur le revenu, les exportations réelles augmenteront peut-être. Lorsqu'on s'engage sur cette voie, on ne doit pas perdre de vue l'autre côté de la médaille. Je voulais simplement ouvrir la porte à ce sujet. N'oubliez pas que la fluctuation du taux de change au Canada qui prend ici la forme d'une appréciation correspond à une dépréciation du dollar américain par rapport à la devise canadienne. Cette dépréciation du dollar américain aura des effets aux États-Unis. Elle entraînera un déplacement des revenus des consommateurs vers les entreprises. Elle générera une activité économique additionnelle aux États-Unis. Comme nous le savons, une partie de ces effets débordera et entraînera une hausse de la demande au Canada. La question est maintenant de savoir quelle sera la force nette de ces activités.

Si, de la même façon, les consommateurs canadiens sont en meilleure posture, la demande d'automobiles au Canada, par exemple, augmentera peut-être — même si, du côté de l'exportation, la demande risque de diminuer en raison du prix plus élevé des voitures exprimé en dollars US au sud de la frontière.



That is what needs to be considered — what else changes, inflation and interest rates. You should also keep track of federal government balances. An appreciation, as I mentioned, hits corporate profits. The federal government receives the biggest hunk of its revenue from corporate profits; the provincial governments receive much less. On the other hand, provincial governments pay out a great deal of money for wages, salaries and transfer payments, some of which are indexed. Therefore, at a lower inflation rate, they benefit. Thus, government balances will be affected modestly. The big difference is that with an appreciation the federal government pays more, have a larger deficit or a smaller surplus, and the provinces have an improved fiscal situation. The figures would be roughly of the same magnitudes. That is another twist to give you an idea of how this reallocation happens.

What has been happening in the case of this appreciation recently? There are three stories floating around, and the truth, I suspect, is some combination of those three. It is a complex story. One story says that the U.S. is finally depreciating against major currencies such as the euro and the yen, and Canada is following along with that depreciation but more slowly, or less in magnitude. The net result is that the Canadian dollar inevitably must appreciate against the U.S. dollar. However, you did not hear me mention anything about what is happening inside Canada and Canadian policy — and so we could call this story the “sideswipe story.” Canada’s currency does not qualify as one of the major currencies, although that may shock some of you. The big moves are taking place between the U.S. dollar and the euro and the yen. That is part of what has happened over the last 10 to 15 years, in many people’s opinions. The U.S. dollar has appreciated against all the major currencies and we appreciated with them but not as much. We show up with a depreciation of the Canadian dollar vis-à-vis the U.S. dollar.

The second story is that you look inside Canada and see that the fundamentals are wonderful. We have had great inflation, somewhat better than the U.S. economic performance over the last few years, and it is finally coming through in the exchange rate. In spite of some people believing that these markets are perfect and adjust daily to the latest piece of news, sometimes they forget that story and it lags and takes a few years to come through.

The third story element that you will hear is that this is all due to special factors. I will come back to that in a moment.

If you believe the first story, or if want the elements of the first story, you have to understand why it is a U.S. depreciation. One view is that they have an unsustainable current account deficit. It is large at \$400-\$600 billion, with no sign in the future that it will be reversed quickly. For some reason, people are willing to accept U.S. dollars and willing to accept them at the current exchange

Voilà ce qu’on doit prendre en considération — les autres changements, l’inflation et les taux d’intérêt. Vous devriez également suivre les bilans du gouvernement fédéral. Une appréciation, je le répète, frappe de plein fouet les profits des entreprises. Or, le gouvernement fédéral tire le gros de ses revenus des profits des entreprises; les gouvernements provinciaux reçoivent beaucoup moins. En revanche, les gouvernements provinciaux paient des sommes considérables au titre des traitements, salaires et paiements de transfert, dont certains sont indexés. Par conséquent, un taux d’inflation moins élevé est avantageux pour elles. Ainsi, les effets sur les bilans du gouvernement seront modestes. La différence majeure est la suivante: en cas d’appréciation, le gouvernement fédéral paie davantage, a un déficit accru ou un surplus moindre, tandis que la situation budgétaire des provinces s’améliore. En gros, les chiffres devraient être environ du même ordre. Voilà une autre optique qui vous donne une idée de la réaffectation qui s’effectue.

Que s’est-il produit dans le cas de l’appréciation récente? À l’heure actuelle, trois versions circulent, et j’ai l’impression que la réalité réside dans une combinaison des trois. Il s’agit d’un récit complexe. Selon l’une des versions, la devise américaine se déprécie enfin par rapport aux devises majeures comme l’euro et le yen, et le Canada suit le mouvement créé par cette dépréciation, mais plus lentement ou dans des proportions moins grandes. Le résultat net, c’est que le dollar canadien doit forcément s’apprécier par rapport à la devise américaine. Cependant, je n’ai rien dit à propos de la situation en vigueur au Canada ni de la politique canadienne — cette version, nous pourrions donc la qualifier d’«indirecte». Au risque de choquer certains d’entre vous, je précise que la devise canadienne ne compte pas parmi les devises majeures. Les fluctuations majeures interviennent entre le dollar américain, l’euro et le yen. De l’avis de nombreuses personnes, voilà en partie ce qui s’est produit au cours des dix à 15 dernières années. Le dollar américain s’est apprécié par rapport à toutes les devises majeures, et notre devise s’est appréciée aussi, mais pas dans les mêmes proportions. Par rapport à la devise américaine, la devise canadienne a fini par se déprécier.

En vertu de la deuxième version, on s’interroge sur la situation en vigueur au Canada, et on constate que les facteurs économiques fondamentaux sont merveilleux. Nous avons un taux d’inflation enviable, sensiblement supérieur au rendement économique affiché par les États-Unis depuis quelques années, et le taux de change commence enfin à en témoigner. Même si certaines personnes sont d’avis que les marchés sont parfaits et se rajustent quotidiennement au gré des dernières nouvelles, on oublie parfois cette version, laquelle tire de la patte et met quelques années à s’imposer.

En vertu de la troisième version que vous entendrez, la situation actuelle s’explique en totalité par des facteurs particuliers. J’y reviendrai dans un moment.

Si on croit la première version ou des éléments de cette dernière, on doit comprendre pourquoi il y a une dépréciation de la devise américaine. Certains sont d’avis que le déficit des comptes courants est intenable. Il se chiffre à de 400 à 600 milliards de dollars, et rien n’indique que la tendance sera rapidement renversée. Pour une raison ou pour une autre, les gens

rates. That interest may be waning because U.S. interest rates are low and there is increased international friction that can lessen the desire for some countries to hold U.S. assets. Even more recently, people wonder about California and question whether they want U.S. dollars in their portfolios.

On the Canadian side, I mentioned relative inflation performance, whether that be the GDP deflator or CPI. We have higher Canadian interest rates than in the U.S., at roughly 175 basis points. We expect growth to be at or perhaps higher, although that has come down a bit. Most people are beginning to think that the U.S. may be in recovery and that world commodity prices will pick up. Typically, that is good for Canada, relative to the U.S. Canada is a large net energy exporter and the U.S. is a large net energy importer.

We are also running a strong positive current account surplus and long-term capital flow balance. It is much stronger than it is in the U.S. These elements should suggest a persistent pressure for appreciation, at least from the Canadian side.

Finally, in the third story there are special factors. Some would say that Quebec's separation threat is less today than two to six years ago. There are new opportunities coming out the woodwork, for example, lower Churchill, the Alaska Highway gas pipeline and British Columbia gas discoveries. Some would credit this to the hypothetical new prime minister in the wings. We also have a reversal of negatives. SARS is over, mad cow is no more, and the blackout was not of Canadian origin, or at least we hope not.

All of those things are in play and all those stories are in play. The government's problem at this point is this: What do we do about it, if anything? My suggestion to them has not changed in 20 years — and they have been ignoring it. My suggestion is to lower interest rates, encourage investments, expand export opportunities where you can find them, try to get these other opportunities to happen rather than just chatter about them, encourage employment and, to the extent you get fiscal dividends from lower interest rates — that is, if the central banks follow up with lower interest rates, as they should with this kind of appreciation, and if the lower inflation helps you on your fiscal balances from less growth and wages and indexed payments — put those out there. That is particularly directed at the provincial governments, who should see a particular improvement in this environment.

sont disposés à accepter des dollars américains et à le faire aux taux de change actuels. Ils risquent d'être moins intéressés à le faire puisque, aux États-Unis, les taux d'intérêt sont bas et que, en raison de frictions internationales accrues, certains pays risquent d'être moins désireux de détenir des actifs américains. Encore plus récemment, on a commencé à se poser des questions au sujet de la Californie et de l'opportunité d'avoir des dollars américains dans son portefeuille.

Du côté canadien, j'ai fait allusion au rendement relatif de l'inflation, qu'il s'agisse de l'indice implicite du produit intérieur brut ou de l'IPC. Au Canada, les taux d'intérêt sont plus élevés qu'aux États-Unis, dans une proportion d'environ 175 points de base. Nous nous attendons à ce que la croissance soit du même ordre ou légèrement supérieure, même si les prévisions ont quelque peu été rajustées à la baisse. La plupart des gens commencent à penser que l'économie américaine est en reprise et que les prix mondiaux des produits vont augmenter. Habituellement, il s'agit d'une bonne nouvelle pour le Canada par rapport aux États-Unis. Le Canada est un important exportateur net d'énergie, tandis que les États-Unis sont un important importateur net d'énergie.

Nous bénéficions également de solides excédents courants, ce qui est un signe positif, ainsi que d'un fort solde de la balance courante à long terme, nettement plus que les États-Unis. Ces éléments devraient laisser croire à des pressions persistantes en faveur de l'appréciation, du moins du côté canadien.

Enfin, dans la troisième version, il y a des facteurs spéciaux. Certains affirmeraient que la menace séparatiste québécoise pèse aujourd'hui moins lourd qu'il y a de deux à six ans. Il y a de nouveaux débouchés, par exemple le bois d'œuvre, le cours inférieur du fleuve Churchill, le gazoduc de la route de l'Alaska et les découvertes de gaz naturel en Colombie-Britannique. Certains attribueront cette situation au nouveau Premier ministre qui se profile en coulisse. On assiste aussi au renversement de facteurs négatifs. Le SRAS terminé, il n'y a plus de maladie de la vache folle, et le black-out n'était pas d'origine canadienne, du moins nous l'espérons.

L'ensemble de ces choses et de ces facteurs entre en jeu. Le problème qui se pose au gouvernement à ce stade-ci est le suivant: le cas échéant, que devons-nous faire? Pour ma part, je lui suggérerais ce que je lui suggère depuis 20 ans — et il a fait la sourde oreille. Je l'encouragerais à réduire les taux d'intérêt, à stimuler les investissements, à créer de nouveaux débouchés pour les exportations là où il en existe, à tenter de profiter de ces débouchés au lieu de ne faire qu'en parler, à encourager l'emploi et, dans la mesure où des taux d'intérêt plus bas génèrent des dividendes budgétaires — si les banques centrales donnent suite en accordant des taux d'intérêt plus bas, comme elles devraient le faire au vu de ce genre d'appréciation, et que l'inflation plus basse favorise l'équilibre budgétaire grâce à une croissance réduite des salaires et des paiements indexés — à donner suite. Ma remarque s'adresse tout particulièrement aux gouvernements provinciaux, qui, dans ce contexte, devraient voir leur situation s'améliorer tout particulièrement.

On the trade side, a fundamental explanation might well be the fact that we have put in place the FTA and NAFTA. Those have resulted in substantial improvements. Canada certainly is a country that is committed to free trade rather than simply being involved in it, as is the U.S. In that context, it has been working. We certainly see it in the accumulation of growth, as well as a combination of diversity of employment occurring.

It may well be that what you are finally seeing is the payoff. There was a big debate at the time of the FTA, particularly in the early 1990s, as to whether we had the thing screwed up. Could you imagine taking this broad trade stimulus issue and, at the same time, purposely putting the economy into a deep recession. Raising interest rates did not strike me at the time — nor does it today — as the wisest move that had ever been made. Nevertheless, that is now history.

Finally, you are getting the payoff. An interesting debate occurs from time to time when talking about NAFTA, namely, are all of the effects of NAFTA over? In other words, have we realized it? It was an agreement. We have made the adjustment, and wherever we are now it is a new plateau. That is one view.

Some would take the view that whatever it was it was small and not to get excited about it at the beginning. Others say that these things take a long time. They do not take five years but 10 or 15 years to restructure industries and investments. You are only halfway there. Whatever you think you have had out of NAFTA or FTA, positive or negative, you may want to multiply it by two before the end of the day in order to know what you will face. It may well be that what you are now seeing are the seventh and tenth year and the twelfth and the fourteenth year of the effects coming out of the FTA and NAFTA, not something else totally different.

My guess is that much of the NAFTA/FTA effects have been transmitted and that we are in a world now where the only continuing positive benefit we may be getting out of NAFTA and the FTA is a bit of a reluctance on the part of the U.S., given those agreements that are in place, to take strong protectionist steps against us.

**Senator Austin:** Coming from British Columbia, I should like you to define “strong.”

**Senator Di Nino:** Softwood lumber.

**Mr. McCracken:** Softwood lumber was never in the agreement to start with, which is why they get away supposedly with that effect.

**The Chairman:** But the dispute settlement mechanism was, and it has not worked.

Du côté du commerce, la mise en place de l’ALE et de l’ALENA constitue peut-être bien une explication fondamentale. Ces accords ont entraîné des améliorations considérables. Il est certain que le Canada est un pays voué à la cause du libre-échange au lieu de n’être qu’un participant du libre-échange, comme le sont les États-Unis. Dans ce contexte, les accords ont bien fonctionné. L’accumulation de la croissance de même que la diversification de l’emploi en témoignent à coup sûr.

Il est possible qu’on recueille enfin les dividendes. À l’époque de la négociation de l’ALÉ, en particulier au début des années 90, on a beaucoup débattu de la question de savoir si nous avions ou non tout fait de travers. Imaginez. En même temps que nous nous attaquons à cette importante méthode de stimulation du commerce, nous avons délibérément plongé l’économie dans une profonde récession. La hausse des taux d’intérêt ne me semblait pas à l’époque — et je n’ai pas changé d’avis — la mesure la plus brillante que nous ayons prise. Néanmoins, c’est maintenant de l’histoire ancienne.

Enfin, nous récoltons les fruits de notre labeur. À propos de l’ALENA, on assiste parfois à un débat intéressant sur la question suivante: ALENA a-t-il cessé de produire ses effets? En d’autres termes, les avons-nous réalisés? C’était un accord. Nous avons effectué les rajustements qui s’imposaient. Peu importe où nous en sommes maintenant, il s’agit d’un nouveau plateau. C’est un point de vue.

Certains soutiendraient que les effets ont été petits et que, au départ, il n’y avait pas de quoi s’énervier. D’autres disent que les effets de tels instruments mettent du temps à se faire sentir. La restructuration des industries et des investissements se fait non pas après cinq ans, mais bien au contraire après dix ou 15 ans. On n’a parcouru que la moitié du chemin. Quels que soient les effets que vous associez à ALENA ou à l’ALÉ, positifs ou négatifs, vous auriez intérêt, au bout du compte, à les multiplier par deux pour avoir une idée de ce qui vous attend. Il est possible que nous constations maintenant les effets entre la septième et la dixième années, de même qu’entre la douzième et la quatorzième années de l’ALÉ et de ALENA, et non à quelque chose de tout à fait différent.

Pour ma part, je pense qu’une bonne part des effets de ALENA et de l’ALÉ se sont fait sentir et que nous vivons dans un monde où les effets positifs soutenus que nous tirons de ALENA et de l’ALÉ tiennent à la légère réticence des États-Unis, étant donné que ces accords sont en place, à prendre de fortes mesures protectionnistes à notre encontre.

**Le sénateur Austin:** Comme je viens de la Colombie-Britannique, j’aimerais savoir ce que vous entendez par «fortes».

**Le sénateur Di Nino:** Le bois d’œuvre.

**M. McCracken:** D’abord, le bois d’œuvre n’a jamais fait partie de l’accord, et c’est pourquoi, dit-on, ils ont la partie belle.

**Le président:** En revanche, le mécanisme de règlement des différends était là, et il n’a pas donné les résultats escomptés.

**Mr. McCracken:** We are still trying to see how well it will work. Time will tell. It is better than what we had. I was of the view that, in 1986, we would get a good benefit out of talking about the FTA at that time and avoiding trade actions between 1986 and whenever they implemented it. It was less the implementation side but, rather, the fact that you tied them up in terms of moving to further protection when the spirits at that time, if you recall, were very much a move toward protectionism in the United States. I am straying from the exchange rate issue.

**The Chairman:** I will have to stop you there and give Mr. Carmichael a chance. The committee is pretty focused on the FTA/ NAFTA question because we have held extensive hearings. I think we are pretty knowledgeable about it.

Mr. Carmichael, please proceed.

**Mr. Ted Carmichael, Economist, J.P. Morgan Securities Canada:** I should to start by drawing a distinction between the near-term issue that we face today with the Canadian dollar appreciating very strongly over the last nine months or so and the long-term issue of whether fluctuations in the Canadian dollar up and down are a good thing for the Canada-U.S. trade relationship and a good thing for the Canadian economy. At the moment, if you pick up the newspaper, all of the attention is focused on the near-term issue. The near-term impacts of the sharp rise that we have seen in the Canadian dollar, which, as Mr. McCracken has said, probably is better characterized as the sharp fall we will have seen in the U.S. dollar against currencies everywhere, is not really a Canadian dollar story that we have been playing out over the last nine months but the U.S. administration backing away from the strong dollar policy they have had for years basically because there is no job growth in the U.S. and the current account deficit is an increasing concern for them.

The U.S. dollar is now actually being talked down by the U.S. administration. They want it to move down and they want Asian currency to move up. However, in the type of sideswipe story that Mr. McCracken mentioned, all currencies are moving up against the U.S. dollar. The Canadian dollar in fact has moved pretty much the same amount as the euro has moved. The difference is that 85 per cent of Canada's exports go to the U.S., whereas the U.S. market, while important for Europe, for Japan and for other parts of the world, is not 85 per cent. It is not the lion's share in the same way. We have this short-term issue that will attract our attention for a while and people will wonder what the Bank of Canada will do about it next week. It is an issue and it is worth talking about, but there is probably a bigger issue in the context of your overall hearings — that is, are these fluctuations up and down in the Canadian dollar over time beneficial for increasing Canada-U.S. trade, making Canada-U.S. trade more stable over time and adding to the ability of the Canadian

**M. McCracken:** Nous cherchons toujours à déterminer dans quelle mesure il va bien fonctionner. Seul le temps le dira. C'est tout de même préférable à ce qui existait auparavant. En 1986, j'étais d'avis que le débat entourant l'ALÉ et le fait d'éviter les mesures commerciales entre 1986 et la date d'entrée en vigueur de l'accord allaient nous procurer des avantages considérables. C'était moins grâce à la mise en œuvre elle-même qu'au fait qu'on dissuadait les Américains de s'orienter vers des mesures protectionnistes plus sévères alors que, à l'époque, vous vous en souviendrez, les États-Unis penchaient vers le protectionnisme. Mais je m'éloigne du débat sur le taux de change.

**Le président:** Je vais devoir vous interrompre et céder la parole à M. Carmichael. Le comité a une bonne idée de la question de l'ALÉ et de ALENA puisque nous avons tenu des audiences poussées à ce sujet. Je pense que nous maîtrisons assez bien ce dossier.

Monsieur Carmichael, la parole est à vous.

**M. Ted Carmichael, économiste, J. P. Morgan Valeurs Mobilières Canada:** D'entrée de jeu, je devrais peut-être établir une distinction entre le problème à court terme que représente aujourd'hui la très forte appréciation du dollar canadien au cours des neuf derniers mois ou environ et le problème à long terme que représente la question de savoir si les fluctuations à la hausse et à la baisse du dollar canadien sont ou non une bonne chose pour le commerce entre le Canada et les États-Unis, d'une part, et l'économie canadienne, d'autre part. À l'heure actuelle, à la lecture des journaux, on se rend compte que toute l'attention porte sur la question à court terme. L'impact à court terme de la hausse marquée du dollar canadien que nous avons vue, laquelle, comme M. McCracken l'a dit, se caractérise probablement davantage par une diminution marquée de la devise américaine par rapport aux devises du monde entier, a trait non pas à la version concernant le dollar canadien que nous avons véhiculée au cours des neuf derniers mois, mais bien plutôt au fait que l'administration américaine a renoncé à la politique d'un dollar fort qu'elle appliquait depuis des années essentiellement parce qu'il n'y a pas de croissance de l'emploi aux États-Unis et que le déficit des comptes courants est de plus en plus préoccupant pour ce pays.

À l'heure actuelle, l'administration américaine minimise la valeur de sa devise. Elle souhaite que la valeur du dollar diminue et que les devises asiatiques s'apprécient. Cependant, dans la version «indirecte» à laquelle M. McCracken a fait allusion, toutes les devises s'apprécient par rapport au dollar américain. En fait, le mouvement du dollar canadien a suivi en gros celui de l'euro. La différence, c'est que 85 p. 100 des exportations canadiennes vont vers les États-Unis, tandis que le marché des États-Unis est important pour l'Europe, le Japon et d'autres régions du monde, mais pas à hauteur de 85 p. 100. Il ne représente pas la part du lion de la même façon. Nous sommes confrontés à ce problème à court terme qui retiendra notre attention pendant un certain temps, et des gens vont se demander ce que la Banque du Canada fera à ce sujet la semaine prochaine. C'est un problème qui mérite qu'on en parle, mais il y a sans doute un enjeu plus important qui se présente dans le cadre de vos audiences générales — c'est-à-dire la question de savoir si les fluctuations à la hausse et à la baisse du

economy to create wealth, jobs, increase productivity, and so on? Those are two different questions. We can debate the short-term question for a long time about what the Bank of Canada should be doing about this at the moment, but I would like to indicate that I think the longer-term question is one that we should continue to consider as well.

If you turn to page 2 in the blue handout, you will see the U.S.-Canadian dollar exchange rate from 1987 to 2003. We could start out at the beginning of this period, in 1987, which, in the context of your hearings, was about the time we were beginning to reach an agreement on Canada-U.S. free trade that was implemented in 1989. Mr. Crow was the Governor of the Bank of Canada. Interestingly, we started this period with a 75-cent Canadian dollar. During Mr. Crow's period we had some inflation issues. We had a real estate boom. We had very tight monetary policy from the Bank of Canada, with interest rates in Canada four to five percentage points above those in the United States. The Canadian dollar hit its high of 89 cents in 1991 — 14 cents above where it started. Following that, there was a steady downhill move.

Mr. Thiessen took over in 1994. We had the Mexican peso crisis in that period. The Canadian dollar tumbled. Credit-rating agencies downgraded Canada's credit rating because we had a big budget deficit at the time. The Bank of Canada, despite better than 10 per cent unemployment, had to dramatically hike interest rates to try to protect the Canadian dollar. It stabilized for a while, but if you let your eye travel to 1998 on the chart there was much turbulence in the world. There was the Asian crisis, culminating eventually in the Russian default. The Canadian dollar fell to what at that time was a record low. The Bank of Canada again hiked interest rates 100 basis points, despite the fact that there were concerns about the economy at the time. The Canadian dollar recovered slightly.

Mr. Dodge took over as Governor of the Bank of Canada. Canadian interest rates were below those in the U.S. We fell to an all-time low of around 61 cents — interestingly, 14 cents below that 75-cent point. Therefore, the range has been 75 cents in the middle; 14 cents higher to 89 cents; 14 cents lower to 61 cents. In the last nine months or so we have gone back from near the lows up to 75 cents.

What is all the fuss? We are in the middle of the range. This looks okay: not too hot, not too cold, just right.

dollar canadien seront, au fil du temps, favorables à l'accroissement du commerce entre le Canada et les États-Unis, font en sorte que ce commerce est plus stable avec le temps et ajoute à la capacité de l'économie canadienne de créer de la richesse et des emplois, d'accroître la productivité, et ainsi de suite. Ce sont deux questions différentes. Nous pouvons débattre pendant longtemps de la question à court terme et de ce que la Banque du Canada devrait faire à ce sujet au moment où nous parlons, mais je suis d'avis que nous devrions aussi nous intéresser au problème à plus long terme.

À la page 2 du document en bleu qui vous a été remis, vous trouverez le taux de change des dollars des États-Unis et du Canada de 1987 à 2003. Nous pourrions commencer par le début de cette période, soit 1987, c'est-à-dire, dans le contexte de vos audiences, l'époque où a commencé à se dégager le consensus qui allait déboucher sur l'Accord de libre-échange qui est entré en vigueur en 1989. M. Crow était le gouverneur de la Banque du Canada. Fait intéressant, le dollar, au début de cette période, était à 75 cents. Pendant le mandat de M. Crow, des problèmes d'inflation se sont posés. Nous avons été témoins d'un boom de l'immobilier. La Banque du Canada a appliqué une politique monétaire très restrictive, les taux d'intérêt canadiens étant supérieurs de quatre à cinq points de pourcentage à ceux des États-Unis. En 1991, le dollar canadien a atteint son sommet de 89 cents — 14 cents au-dessus de son niveau actuel. Par la suite, la valeur du dollar a diminué progressivement.

M. Thiessen est entré en fonction en 1994. Donc, nous étions confrontés à la crise du peso mexicain. La valeur du dollar canadien a fléchi. Les agences de cotation ont abaissé la cote de crédit du Canada parce que, à l'époque, nous étions aux prises avec un important déficit budgétaire. Malgré un taux de chômage supérieur à 10 p. 100, la Banque du Canada a dû hausser les taux d'intérêt de façon spectaculaire pour tenter de protéger le dollar canadien. Ce dernier s'est stabilisé pendant un certain temps, mais, si vous consultez sur la carte l'année 1998, vous vous rendrez compte que le monde était en proie à des turbulences. Il y a eu la crise asiatique qui a atteint son point culminant avec le défaut de paiement de la Russie. Le dollar canadien a chuté à ce qui était alors son plus bas niveau historique. La Banque du Canada a une fois de plus haussé les taux d'intérêt de 100 points de base, en dépit du fait que l'économie, à l'époque, suscitait des inquiétudes. Le dollar canadien s'est légèrement redressé.

M. Dodge est alors devenu gouverneur de la Banque du Canada. Les taux d'intérêt canadiens étaient inférieurs à ceux des États-Unis. Le dollar canadien a chuté à son plus bas niveau historique, soit 61 cents — fait intéressant, 14 cents sous le seuil des 75 cents. Par conséquent, l'amplitude se répartit comme suit: 75 cents au milieu, 89 cents au haut de la courbe, soit un écart de 14 cents, et 61 cents au bas de la courbe, soit un écart de 14 cents. Au cours des neuf derniers mois environ, nous sommes sortis des bas-fonds pour remonter jusqu'à 75 cents.

Pourquoi donc tout ce tapage? Nous sommes au milieu de la courbe. Tout paraît conforme: ni trop chaud, ni trop froid, juste parfait.

That is not the way everybody is feeling now because we have gone from near the low to the middle of the range. We have moved up to 15 to 20 per cent that Mr. McCracken mentioned in a very short period of time.

For those of you who have watched the Canadian dollar for a long time, and some of you may have watched it longer than I have, this is the biggest, fastest increase in the Canadian dollar against the U.S. dollar that I can remember and that I think that one could document over the last 75 or 100 years.

Does that matter? Is it good for Canada-U.S. trade? Does that make our trade with the United States in some way more stable? It probably does not. I will not go through every slide in the handout, but I want to start out with the notion that we should question whether or not swings of up to 89 cents, down to 61 cents and back to 75 cents are a good thing or not a good thing.

If Mr. Thiessen had come before you, as he may have done at some point in a previous hearing, he would have talked about the shock absorber role that the Canadian dollar has played. It sounds good because it means that, if you get a shock from outside, somehow or other the Canadian dollar will cushion that shock. It will move in a way that will help us. During his term in office, the case in point that he often referred to, particularly when there were discussions about a common currency with the United States, was the Asian crisis. During the Asian crisis, Canadian commodity prices fell dramatically. The Canadian dollar went down with them. That drop in the Canadian dollar helped cushion the impact on our resource producers of the big drop in the commodity prices. He was absolutely right. In that instance, the floating exchange rate acted as a shock absorber for the Canadian economy.

I want to suggest that at times the Canadian dollar can also impart quite serious shocks to the Canadian economy. That is exactly what we are experiencing right now.

This is not because David Dodge is running a bad monetary policy here in Ottawa. As I mentioned before, it is more because the United States has decided to shift its emphasis away from the strong-dollar policy that it was pursuing before to encouraging the U.S. dollar to weaken against all currencies, and the Canadian dollar is going down along with it.

Is it a good thing for Canada to have this type of sharp movement in the Canadian dollar? My suggestion is that while a fluctuating or floating exchange rate does absorb shocks at times and has helped us out at times, at other times a high Canadian dollar or a sharply appreciating Canadian dollar — or a depreciating Canadian dollar, for that matter — has destabilized the Canadian economy, either because the Bank of

Ce n'est pas l'opinion de tous puisque nous sommes aujourd'hui passés du plus bas niveau ou presque pour revenir au milieu de la courbe. En un très court laps de temps, nous avons connu l'augmentation de 15 à 20 p. 100 évoquée par M. McCracken.

Pour ceux d'entre vous qui suivent le dollar canadien depuis longtemps — et certains d'entre vous le faites peut-être depuis plus longtemps que moi —, il s'agit de l'appréciation du dollar canadien la plus importante et la plus rapide par rapport à la devise américaine dont je me souviens et que, me semble-t-il, on puisse documenter au cours des 75 à 100 dernières années.

Est-ce important? Est-ce bon pour le commerce entre le Canada et les États-Unis? Cela a-t-il pour effet de stabiliser notre commerce avec les États-Unis? Probablement pas. Je ne vais pas passer en revue toutes les diapositives qui vous ont été distribuées, mais je tiens, en débutant, à poser la question de savoir si les mouvements de balancier qui montent à 89 cents, descendent à 61 cents et reviennent à 75 cents constituent une bonne ou une mauvaise chose.

Si M. Thiessen avait comparu devant vous, comme il l'a par exemple fait à l'occasion d'une audience préalable, il vous aurait parlé du rôle d'amortisseur de chocs que le dollar canadien a joué. L'idée est séduisante dans la mesure où le dollar canadien, d'une façon ou d'une autre, amortira un éventuel choc venu de l'extérieur. Il fluctuera d'une façon utile pour nous. Pendant son mandat, M. Thiessen s'est souvent référé à l'exemple de la crise asiatique, particulièrement dans le cadre des débats entourant l'établissement d'une devise commune avec les États-Unis. Pendant la crise asiatique, en effet, les prix des biens produits au Canada ont chuté de façon spectaculaire. Le dollar canadien les a accompagnés dans leur chute. Or, cette diminution de la valeur du dollar canadien a contribué à amortir l'impact de la réduction marquée des prix des produits sur nos producteurs de ressources. Il avait absolument raison. Dans ce cas, le cours de change flottant a fait office d'amortisseur de choc pour l'économie canadienne.

Je veux pour ma part rappeler qu'il arrive parfois que le dollar canadien fasse subir des chocs relativement importants à l'économie canadienne. C'est précisément ce que nous vivons aujourd'hui.

Or, ce n'est pas parce que David Dodge applique une mauvaise politique budgétaire ici, à Ottawa. Je le répète, le phénomène s'explique davantage par le fait que les États-Unis ont décidé de renoncer à la politique du dollar fort qu'ils appliquaient auparavant pour favoriser une dévaluation du dollar américain par rapport à toutes les devises, et le dollar canadien n'a fait que suivre le mouvement.

Ce type de mouvements abrupts est-il une bonne chose pour le dollar canadien? Si le cours de change fluctuant ou flottant arrive parfois à amortir les chocs et se révèle utile, un dollar canadien élevé ou s'appréciant de façon marquée — ou même, pendant que nous y sommes, un dollar canadien se dépréciant — a déstabilisé l'économie canadienne, que ce soit parce que la Banque du Canada a réagi en haussant ou en abaissant de façon sensible les

Canada has responded with sharp movements in interest rates or because the currency movement itself has been so great that it caused real problems for Canadian industry.

I would like to move along and take you to the chart on page 5, which is the core chart in my presentation. It will take some explanation because I have not walked you through all the charts to get here.

This is a chart of unit labour costs for Canada and the United States. Unit labour costs are basically the cost in Canada of producing a unit of output. There is a red line for Canadian unit labour costs in Canadian dollars; the blue line in the chart is U.S. unit labour costs in their currency; and the green line is the one that makes these lines comparable. We take Canadian unit labour costs and convert them into U.S. dollars.

When we look at Canada's relative cost competitiveness with the United States, the two lines we should focus on are the green line for Canada and the blue line for the United States. Those are in a common currency. That is the way, in my opinion, businesses take a look at Canada. They will say this: "Let us look at apples against apples. In a common currency, how are the labour costs in the two countries?"

In the early 1990s, when Mr. Crow was Governor of the Bank of Canada, Canadian labour costs even in Canadian dollars were rising more quickly than U.S. unit labour costs. However, with the very strong U.S. dollar that we experienced at time, partly because of that very tight monetary policy, you can see what happened to the green line relative to the blue line. It shot way up. That means that Canadian costs moved up very substantially relative to U.S. costs. We became very uncompetitive through that period.

The net result of that was a longer, deeper recession in Canada than was experienced in the United States. The Canadian dollar fell very sharply and the green line by 1995 comes back down to the blue line. We are back to where we were in 1987 when this chart starts, more in line with U.S. costs. We stayed there for several years, until we got into 1998, when the Asian crisis and the Russian default happened. The Canadian dollar fell to an all-time record low. What happened then was that Canadian unit labour costs fell substantially below U.S. unit labour costs and Canada opened up a substantial cost advantage relative to the United States.

From that point forward, Canadian employment growth exceeded U.S. employment growth. That continued right through last year. That was because, throughout that entire period, while there were many other things happening in the

taux d'intérêt ou parce que le mouvement de la devise elle-même a été tel qu'il a entraîné de véritables problèmes pour l'industrie canadienne.

J'aimerais maintenant que vous vous référiez à la page 5, où figure le principal tableau sur lequel s'appuie mon exposé. Je vais devoir vous fournir quelques explications puisque nous n'avons pas examiné ensemble tous les tableaux dont celui-ci est l'aboutissement.

Il s'agit d'un tableau représentant les coûts unitaires de la main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis. Essentiellement, les coûts unitaires de la main-d'œuvre désignent le coût, au Canada, d'une unité produite. Il y a un trait rouge pour les coûts unitaires de la main-d'œuvre au Canada, exprimés en dollars canadiens; le trait bleu renvoie aux coûts unitaires de la main-d'œuvre aux États-Unis, exprimés dans la devise du pays; la ligne verte est celle qui fait en sorte que ces lignes directrices sont comparables. Nous prenons les coûts unitaires de la main-d'œuvre au Canada, et nous les convertissons en dollars US.

Lorsque nous étudions la compétitivité relative des coûts au Canada par rapport aux États-Unis, nous devrions nous intéresser à deux lignes, la verte pour le Canada et la bleue pour les États-Unis. Elles sont établies en fonction de la même devise. À mon avis, c'est ainsi que les entreprises se penchent sur le cas du Canada. Elles se disent: «Comparons des pommes avec des pommes. Quels sont, à la lumière d'une devise commune, les coûts de main-d'œuvre dans les deux pays?»

Au début des années 90, à l'époque où M. Crow était gouverneur de la Banque du Canada, les coûts de main-d'œuvre au Canada, même exprimés en dollars canadiens, augmentaient à un rythme plus rapide que les coûts unitaires de la main-d'œuvre aux États-Unis. Cependant, étant donné la très forte vigueur de la devise américaine à l'époque, en partie en raison de cette très stricte politique monétaire, on voit ce qui est arrivé à la ligne verte par rapport à la ligne bleue. Elle a monté en flèche. Les coûts canadiens ont donc augmenté de façon très considérable par rapport aux coûts américains. Pendant cette période, nous sommes devenus très peu concurrentiels.

Le résultat net de cette situation a été que la récession que le Canada a connue a été plus longue et plus profonde que celle qui a frappé les États-Unis. La valeur du dollar canadien a diminué de façon très marquée; dès 1995, la ligne verte rejoint de nouveau la ligne bleue. Nous sommes de retour là où nous étions en 1987, là où le tableau débute, et nos coûts correspondent davantage à ceux qu'on observe aux États-Unis. Nous sommes restés là pendant quelques années, soit jusqu'en 1998, année de la crise asiatique et du défaut de paiement de la Russie. À ce moment, le dollar canadien a chuté au plus bas niveau de son histoire. Voici ce qui s'est produit: les coûts unitaires de la main-d'œuvre au Canada sont devenus nettement inférieurs à ceux des États-Unis, et le Canada a gagné un avantage concurrentiel marqué par rapport aux États-Unis.

À partir de là, la croissance de l'emploi au Canada a été supérieure à celle des États-Unis. Le phénomène s'est poursuivi tout au long de la dernière année. Pendant cette période, en effet, de nombreux autres événements se produisaient dans le monde.

world. China was taking up a bigger share of world trade, Mexico was taking up a bigger share of NAFTA trade, and Canada was so competitive relative to the U.S. that we managed to hold on to our market share in the U.S. market and we were a very attractive place to expand business.

That culminated in 2002, when the Canadian dollar was still down in the low 60-cent type level, with 600,000 jobs being added here in Canada, while about 600,000 jobs were being lost in the United States.

What has happened since then? The Canadian dollar has appreciated very strongly. Our productivity growth has been poor over the last several years. U.S. productivity growth has been strong. U.S. unit labour costs are coming down while ours have shot up. The cost advantage we have had since 1998 has disappeared in the space of nine months.

What does that bode for the future? It bodes a massive adjustment for Canadian businesses now to become more competitive or to hold on to the market share that they have in the U.S.

I will return to my original theme. Is it a good thing for Canada to have the Canadian dollar effecting these big swings in the relative competitiveness of Canadian industry? It feels good in the weak-dollar periods. We can generate more jobs. Even if we have lower productivity growth, it does not seem to matter; our economy keeps booming along. However, if our currency adjusts upward, as it is doing now, we will have to go through a painful adjustment.

In a common currency, we have no movement in the exchange rate. If the U.S. dollar were appreciating or depreciating against the Euro or the yen, the Canadian dollar would be moving right along with it. That would not have any impact on our competitiveness with the United States.

I guess the message I am trying to get across is that, as the chairman said at the beginning, the exchange rate is important to Canada-U.S. trade because it has a heavy impact on our competitiveness with the United States. Right now, the near-term issue is that we have blown away the cost advantage that we had from a low dollar from 1998 through 2002, and our industries will have to adjust to it.

I finish by again agreeing with Mr. McCracken's comment that this will show up in lower Canadian corporate profitability. That will mean lower government revenues, in exactly the fashion that Mr. McCracken said. Lower corporate profitability will mean an end to the hiring boom that we had in Canada over the last several years.

For Canadian companies now facing a 75-cent dollar or, if the forecast comes true, an 80-cent dollar in the next year or so, dramatic productivity improvements will be required, and the way you increase productivity is by investing more heavily and

La Chine occupait une part plus grande du commerce mondial, le Mexique occupait une part plus grande du commerce régi par l'ALENA, et le Canada était si concurrentiel par rapport aux États-Unis que nous avons réussi à conserver notre part du marché des États-Unis et que nous constituions un pays très attrayant pour les entreprises souhaitant étendre leurs activités.

On a atteint le point culminant en 2002: le dollar canadien ne valait toujours qu'un peu plus de 60 cents, et 600 000 emplois ont été créés ici, au Canada, tandis que, aux États-Unis, quelque 600 000 emplois ont été perdus.

Qu'est-il arrivé depuis? Le dollar canadien s'est apprécié de façon très marquée. Au cours des dernières années, notre croissance de la productivité a été médiocre. En revanche, la croissance de la productivité aux États-Unis a été forte. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre diminuent aux États-Unis, tandis que les nôtres ont augmenté en flèche. En neuf mois, nous avons perdu l'avantage lié aux coûts dont nous bénéficions depuis 1998.

Que cela présage-t-il pour l'avenir? Pour devenir plus concurrentiel ou préserver la part du marché dont elles bénéficient aux États-Unis, les entreprises canadiennes devront procéder à un rajustement massif.

Je vais maintenant revenir à mon thème initial. Est-il bon pour le Canada que le dollar canadien fasse subir de fortes fluctuations à la compétitivité relative de l'industrie canadienne? Lorsque le dollar est faible, la situation paraît favorable. Nous générons plus d'emplois. La croissance de la productivité a beau être plus faible, on a l'impression qu'il n'y a pas lieu de s'en préoccuper; notre économie conserve tout son dynamisme. Si notre devise s'apprécie, comme elle le fait maintenant, nous allons cependant devoir effectuer un rajustement pénible.

Sous le régime d'une devise commune, il n'y a pas de mouvement du taux de change. Si le dollar américain s'appréciait ou se dépréciait par rapport à l'euro ou au yen, le dollar canadien suivrait. Notre compétitivité par rapport aux États-Unis ne serait pas touchée.

Le message que je veux faire passer est le suivant: comme le président l'a indiqué au début, le taux de change est important pour le commerce entre le Canada et les États-Unis dans la mesure où il a un impact considérable sur notre compétitivité par rapport aux États-Unis. À l'heure actuelle, le problème à court terme auquel nous sommes confrontés est suivant: nous avons perdu l'avantage lié aux coûts que la faiblesse du dollar nous a assuré de 1998 à 2002, et nos industries devront s'adapter.

En conclusion, je donne une fois de plus raison à M. McCracken, qui a indiqué que la situation actuelle allait se traduire par une rentabilité moins grande pour les entreprises canadiennes. Il en résultera des revenus moindres pour les gouvernements, exactement comme M. McCracken l'a indiqué. La rentabilité réduite des entreprises mettra un terme au boom de l'embauche que connaît le Canada depuis quelques années.

Confrontées à un dollar à 75 cents ou, si les prévisions se vérifient, à 80 cents au cours de la prochaine année, environ, les entreprises canadiennes devront réaliser des gains de productivité spectaculaires, et la façon d'accroître la productivité est d'investir



actually downsizing your labour force. This is not a good development in terms of the near-term economic prospects for Canada.

A U.S. recovery is good news; the higher Canadian dollar is bad news. The two will balance themselves out one way or another. I think what you should expect for the Canadian economy for the next while is that after outperforming the U.S. last year, being the sort of miracle economy in the G-7, this currency movement will turn us into an under-performer relative to the United States.

This will leave open a question that kind of disappeared as the currency came back. When the Canadian dollar was at 62 cents heading for 61 or 60, there were many articles in the newspaper wondering whether we should have a common currency, because the next stop was 50 cents. My point to you is that this issue of whether we should have a common currency is as relevant today at 75 cents as it was when we were at 61 cents, because these movements in the currency are destabilizing for trade and the economy. If we have thrown our hats into the ring in North American free trade, then we should follow through, in my opinion, by trying to seek, with Mexico and the United States, a common currency that would reduce these fluctuations that have very dramatic impacts on Canadian business and on the performance of the economy.

**The Chairman:** Thank you very much, Mr. Carmichael.

**Mr. Jim Stanford, Economist, Canadian Auto Workers (CAW):** Honourable senators, thank you very much for the invitation to appear before you. I also want to congratulate you on your prescience in scheduling this hearing on the impact of the dollar to occur the day after the dollar reached its seven-year high.

**The Chairman:** We almost did not make it.

**Mr. Stanford:** Perhaps I could talk with the chair about how you knew that was going to happen, and perhaps we could make some good investments together on future opportunities that you could forecast with equal accuracy.

I will address a few of the charts and graphs you received in your information.

First, to reinforce the remarks that my two colleagues set out earlier, a huge portion of the incredible and unique prosperity that the Canadian economy enjoyed in the second half of the 1990s and the first few years of this decade is clearly attributable to the fact that our exchange rate was low and undervalued in the traditional sense that economists measure that. That undervalued currency contributed to a situation where our job growth was faster than that of our trading partners, and our standard of living grew more quickly than that of our trading partners. We made up many of the losses in our standard of living that we had

plus massivement et de réduire dans les faits la taille de l'effectif. Du point de vue des perspectives économiques à court terme du Canada, ce n'est pas une bonne nouvelle.

La reprise américaine est une bonne nouvelle; le dollar canadien élevé est une mauvaise nouvelle. D'une façon ou d'une autre, les deux phénomènes s'annuleront l'un l'autre. À mon avis, voici ce à quoi vous devriez vous attendre pour l'économie canadienne au cours des mois à venir: après avoir eu un rendement supérieur à celui des États-Unis l'année dernière et avoir fait en quelque sorte figure d'économie miracle au sein du G-7, le Canada, en raison de la fluctuation de sa devise, se fera damer le pion par les États-Unis sur le plan du rendement.

Voilà qui soulève une question qui a en quelque sorte disparu avec l'appréciation de la devise. Lorsque le dollar canadien était à 62 cents et se dirigeait allègrement vers 61 ou 60 cents, on s'est demandé dans de nombreux articles de journaux si nous devrions ou non miser sur une devise commune puisque l'étape suivante était celle des 50 cents. Ce que je veux vous dire, c'est que la question de savoir si nous devrions avoir une devise commune est tout aussi pertinente aujourd'hui, avec un dollar à 75 cents, qu'elle l'était à l'époque où le dollar était à 61 cents, puisque ces fluctuations de la devise déstabilisent le commerce et l'économie. Puisque nous avons misé sur le libre-échange nord-américain, nous devrions, à mon avis, être conséquents et chercher à créer, avec le Mexique et les États-Unis, une devise commune dont l'avènement aurait pour effet de réduire ces fluctuations qui ont des effets très spectaculaires sur les entreprises canadiennes et le rendement de l'économie.

**Le président:** Je vous remercie beaucoup, monsieur Carmichael.

**M. Jim Stanford, économiste, Travailleurs et travailleuses canadien(ne)s de l'automobile (TCA):** Honorables sénateurs, merci beaucoup de votre invitation à comparaître. Je vous félicite également de la prescience dont vous avez fait preuve en fixant la présente audience sur l'impact du dollar le jour même où votre devise a atteint son plus haut niveau en sept ans.

**Le président:** Nous avons failli ne pas y arriver.

**M. Stanford:** Je vais peut-être demander au président comment il savait ce qui allait se produire. Si vous êtes en mesure de faire des prévisions aussi exactes, peut-être pourrions-nous effectuer certains bons placements ensemble lorsque l'occasion s'en présentera.

Je vais vous parler de quelques-uns des tableaux et des graphiques que vous avez reçus avec les informations que nous vous avons fait parvenir.

D'abord, je vais reprendre pour mon compte ce que mes deux collègues ont affirmé plus tôt, à savoir qu'une énorme partie de la prospérité unique et incroyable dont a bénéficié l'économie canadienne au cours de la deuxième moitié des années 90 et des premières années de la présente décennie est manifestement attribuable au fait que le taux de change était bas et sous-évalué au sens où les économistes l'entendent traditionnellement. Notre devise sous-évaluée a fait en sorte que notre croissance de l'emploi était plus rapide que celle de nos partenaires commerciaux et que notre niveau de vie a augmenté plus rapidement que celui de nos

experienced earlier in the 1990s, and our government revenues and fiscal situation improved as a consequence of that. In short, things got a heck of a lot better when our currency was weak, which leads us to challenge the traditional idea that your currency is the barometer of your economy. In fact, in many cases, it is quite the opposite. Our economy, by virtually every real indicator you can imagine, improved by leaps and bounds since the mid-1990s, and the fact that our currency was at low levels was a crucial part of that.

I have given you one indication of that with this first graph titled "The Dollar and Industry." The top line is an index measuring Canadian manufacturing employment levels relative to American manufacturing employment levels. Since 1995, we created about 450,000 new jobs in manufacturing, an expansion of over 20 per cent, while the U.S. industry was shrinking, losing over 2.5 million net jobs. Our share, if you like, of total North American manufacturing employment grew by something approaching 50 per cent over this period, an incredible accomplishment in a short period of time.

I have little doubt, given that I deal with companies in a wide range of manufacturing sectors, that the strong cost competitiveness of the Canadian location, which was largely attributable — not solely attributable, but largely attributable — to the value of our currency was a key factor there. Those exchange rates changes, as my colleagues mentioned, clearly dwarfed, again whether positive or negative, going up or going down, the impact of all the free trade agreements we have ever signed on tariffs. Obviously, the scale of the impact on relative prices from exchange rate fluctuations of that scale is quite in another dimension.

In the first years after the Canada-U.S. free trade agreement, we went to great lengths to negotiate some reductions in tariffs on our products, and then we shot ourselves in the foot by increasing the exchange rate by three or four times as much as the tariff reductions that we had gone through such contortions to try to negotiate. We did the opposite starting in the mid-1990s, but in the matter of a few months, we had basically applied an 18 per cent self-imposed tariff on all our exports by virtue of the exchange rate appreciation. Hopefully, that will not be a permanent, self-imposed tariff.

Mr. McCracken went over the potential theories about why the Canadian dollar has appreciated. I differ from my colleagues in placing most of the responsibility for what has happened not

partenaires commerciaux. Les nombreuses pertes au chapitre du niveau de vie que nous avons encaissées plus tôt dans les années 90 ont été annulées. Pour cette raison, les revenus du gouvernement et sa situation budgétaire se sont améliorés. Bref, les choses allaient bien mieux lorsque notre devise était faible, ce qui nous amène à contester l'idée traditionnelle selon laquelle la devise est le baromètre de l'économie. En fait, dans de nombreux cas, c'est plutôt le contraire. Depuis le milieu des années 90, notre économie, suivant à peu près tous les indicateurs réels que vous puissiez imaginer, s'est amélioré à toute allure, et la faiblesse de notre devise a joué un rôle crucial.

Je vous en ai fourni un indice dans le premier graphique portant sur le dollar et l'industrie. La ligne du haut est un indice mesurant les niveaux d'emploi dans le secteur manufacturier au Canada par rapport à ceux des États-Unis. Depuis 1995, nous avons créé quelque 450 000 nouveaux emplois dans le secteur de la fabrication, soit une augmentation de plus de 20 p. 100, tandis que l'industrie américaine, par suite de la perte de 2,5 millions d'emplois nets, diminuait. Au cours de cette période, si vous préférez, notre part de l'emploi total dans le secteur de la fabrication en Amérique du Nord a connu une augmentation de près de 50 p. 100, soit une incroyable réalisation en un si bref laps de temps.

Comme j'ai affaire à des sociétés appartenant à un large éventail de secteurs manufacturiers, il fait peu de doutes dans mon esprit que la forte compétitivité liée aux prix dont a bénéficié le Canada, laquelle est largement attribuable — pas uniquement, mais largement attribuable — à la valeur de notre devise, a joué un rôle crucial. Ces fluctuations des taux de change, positives ou négatives, à la hausse ou à la baisse, comme mes collègues l'ont indiqué, ont clairement surpassé l'impact de tous les accords de libre-échange que nous avons signés sur les tarifs. De toute évidence, l'importance de l'impact sur les prix relatifs de fluctuations des taux de change de cette importance constitue une tout autre dimension.

Au cours des premières années d'application de l'Accord de libre-échange Canada-États-Unis, nous avons déployé des efforts considérables pour négocier certaines réductions des tarifs appliqués à nos produits, puis nous nous sommes tiré dans le pied en augmentant le taux de change dans des proportions de trois à quatre fois supérieures aux réductions de tarif que nous avons eu tant de mal à négocier. À compter du milieu des années 90, nous avons fait le contraire, mais, en quelques mois, nous nous sommes essentiellement imposé à nous-mêmes un tarif de 18 p. 100 sur l'ensemble de nos exportations en raison de l'appréciation du taux de change. Avec un peu de chance, ce tarif que nous nous imposons à nous-mêmes ne sera pas permanent.

M. McCracken a passé en revue les théories possibles expliquant l'appréciation du dollar canadien. Je ne partage pas l'opinion de mes collègues en ce sens que j'attribue la majeure

just in the current period but in the longer-run period on domestic policy levers over which we have some influence, in particular, the monetary policy issue.

My chart on the dollar and interest rates on the second page shows what I think is a fairly strong link between the Canada-U.S. short-run interest rate differential and the level of our dollar. As that interest rate differential reached peak levels in the early 1990s, obviously our exchange rate appreciated to peak levels. As that differential eased off after the shift in monetary policy that accompanied Governor Thiessen's appointment, the dollar eased off. As we ended up in a tough situation, a near recession in the mid 1990s, the Mexican peso crisis, the effects of fiscal drag from spending cutbacks, we actually cut our interest rates below U.S. levels for the first time in years, and our dollar sunk accordingly. Clearly, that does not explain everything.

Mr. Carmichael is correct in pointing out the impact of international instability on our dollar and so on, but the fact that interest rate differentials are now back up to their highest level in several years is an obvious and immediate and self-controlled explanation for why our dollar has risen up to the highest level in several years. Our interest rates are now almost two points above U.S. levels, and in the financial world, if you can make two points additional interest on short-term investments on one side of a line drawn across a continent rather than the other side, then you know where people will put their money, and that inflow of financial capital is driving the exchange rate up.

I do not accept the mumbo jumbo arguments that Canada's strong fundamentals have finally been recognized by world financial markets. These guys are paid big bucks to stay on top of developments on a moment-to-moment basis. It does not take them seven years to figure out that we have balanced our budgets. I do not attribute this appreciation to the fact that our fundamentals have improved. I see it as a more direct and immediate consequence of the decision by our Bank of Canada to attack inflation aggressively earlier this year. In retrospect, that has been proven to be a false alarm. Inflation has eased off faster than they and others have expected.

The consequence of that decision to move away from U.S. rates as aggressively as they did is with us today. The bank has eased a couple of times since then, although ironically, on September 3, they cut the rate another quarter point. They gave with one hand but took back with the other, because the bank signalled quite clearly to financial markets that that was it for rate reductions, which is a decision I do not understand. Since then, of course, the dollar has swung back up another three or

partie de la responsabilité de ce qui s'est produit, non pas seulement au cours de la période actuelle, mais à plus long terme, aux leviers stratégiques intérieurs sur lesquels nous exerçons une certaine influence, en particulier la question de la politique monétaire.

Le tableau sur le dollar et les taux d'intérêts qui figure à la deuxième page montre assez clairement, je crois, le lien étroit entre l'écart entre les taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis et le niveau de notre dollar. Au début des années 90, l'écart entre les taux d'intérêt se situait à son plus haut niveau, et notre taux de change, de toute évidence, s'est apprécié pour atteindre des sommets. Lorsque l'écart s'est rétréci à la suite de la transformation de la politique monétaire qui a suivi la nomination du gouverneur Thiessen, le dollar a perdu de la vigueur. Lorsque la situation s'est corsée, pensons à la quasi-récession du milieu des années 90, à la crise du peso mexicain et aux effets de l'érosion fiscale des revenus imputable aux réductions des dépenses, nous avons, pour la première fois depuis des années, ramené nos taux d'intérêt à des niveaux inférieurs à ceux des États-Unis, et notre dollar a chuté en conséquence. De toute évidence, cela n'explique pas tout.

M. Carmichael a raison de souligner l'impact de l'instabilité internationale sur notre dollar, et ainsi de suite, mais le fait que les écarts entre les taux d'intérêt sont de retour à leur plus haut niveau des dernières années explique de façon manifeste, immédiate et autonome pourquoi notre dollar a lui aussi atteint son plus haut niveau au cours des quelques dernières années. Nos taux d'intérêt sont aujourd'hui supérieurs de près de deux points à ceux des États-Unis. Si, dans le monde des finances, on peut obtenir deux points d'intérêt additionnels sur des placements à court terme d'un côté d'une ligne tracée le long d'un continent plutôt que de l'autre, il est facile d'imaginer où les gens vont investir, et c'est cet afflux de capitaux qui exerce des pressions à la hausse sur le taux de change.

Pour ma part, je réfute le charabia selon lequel les marchés financiers mondiaux ont fini par reconnaître la vigueur des facteurs économiques fondamentaux au Canada. Ces gars-là sont grassement payés pour rester au fait de la situation, au fur et à mesure que les choses progressent. Ils n'ont pas besoin de sept ans pour déterminer que nous avons équilibré nos finances. Je n'attribue pas cette appréciation des choses au fait que nous ayons amélioré nos bases. Je vois une conséquence plus directe et plus immédiate de la décision de notre Banque du Canada, soit de s'attaquer avec vigueur à l'inflation, plus tôt, durant l'année. Avec le recul, on voit que c'était une fausse alerte. L'inflation a lâché prise plus vite que la Banque et d'autres l'auraient cru.

La conséquence de la décision de s'écarter des taux américains avec autant de vigueur, nous la subissons aujourd'hui. La banque a relâché son effort à quelques reprises depuis, même si, fait paradoxal, le 3 septembre, elle a réduit son taux d'un autre quart de point. Elle rend d'une main, mais elle prend de l'autre, car la banque a signalé très clairement aux marchés financiers qu'elle était favorable aux réductions de taux, décision que je ne comprends pas. Depuis, bien sûr, le dollar a remonté de trois

three and a half cents. I am concerned that the Bank of Canada reconsider its approach here before more damage is done.

The next chart, “The Dollar & Auto Investment,” is my way to address a frequent hypothesis that is often called the “lazy manufacturers hypothesis.” It is the idea that the low dollar we had in the late 1990s coddled Canadian-based manufacturers into doing business in unproductive way. We did not hold their feet to the fire and they were able to compete in international markets, thanks to the dollar. They did not worry about labour-saving investment, productivity changes or technological advances. That hypothesis is untenable, theoretically. The level of competition amongst Canadian manufacturers is incredibly intense — there is no gentlemen’s club where they sit down together to talk about the economy. They are out to eat each other’s lunch. Moreover, anyone can come to Canada and take advantage of those relative low prices with a low dollar and still use new technology and new productivity to improve their profit margins. Theoretically, it does not make sense.

The policy implications of the lazy manufacturers hypothesis are absurd. Government could solve the problem by simply imposing a lazy manufacturers tax on all manufacturers of about 10 or 15 per cent, to offset the savings they receive from a low dollar, thereby holding their feet to the fire. What would be the response from manufacturers if you were to do that? Alternatively, all manufacturing workers could receive an extra 10 or 15 per cent wage increase to make up for the savings they receive from the low dollar. Would that strengthen our industry? I am never one to argue against wage increases, of course, but they are unlikely to occur.

In fact, there are many cases in which the low dollar, because of its impact at improving the relative cost competitiveness of Canadian location decisions, enhanced our productivity by attracting the kind of investment — machinery, equipment and new technology — that makes us more productive. I will give an example from the auto industry. The graph before you shows machinery, equipment and structures investment in the auto assembly sector — the core of the industry. Record levels in the second half of the 1990s of over \$3 billion per year, on average, were invested in fixed capital in the assembly sector. The benefits of that investment were not only jobs, production and exports but also productivity. Most Canadian assembly plants were retooled because automakers were looking at Canadian locations as highly profitable and cost effective. The result is that auto assembly is one of two or three manufacturing sectors where Canada is more productive today than the U.S. We have a 10 to 12 per cent productivity advantage in Canada versus the U.S. assembly

cents ou de trois cents et demie. J’aimerais que la Banque du Canada réexamine sa façon de procéder ici, avant que des dégâts plus importants ne soient causés.

Le prochain graphique, dont le sujet est «le dollar et l’investissement dans le secteur de l’automobile», représente ma façon de traiter d’une hypothèse souvent invoquée. C’est ce qu’on appelle l’hypothèse des fabricants paresseux. C’est l’idée selon laquelle la faiblesse du dollar, à la fin des années 90, aurait rendu douillets les fabricants canadiens, au point où ils fonctionneraient de manière improductive. Nous ne leur avons pas mis de pression, et ils ont pu affronter la concurrence sur les marchés internationaux grâce au dollar. Ils ne se sont pas souciés d’investir dans des économies de main-d’œuvre, une amélioration de la productivité ou des progrès techniques. Cette hypothèse ne tient pas, sur le plan strictement théorique. Le degré de concurrence entre les fabricants canadiens est d’une intensité incroyable — il n’y a pas de cercle de gentilshommes où les intéressés s’installent pour parler d’économie. Chacun essaie énergiquement de contrecarrer l’autre. Par ailleurs, n’importe qui peut venir au Canada et profiter des prix relativement faibles et d’un dollar faible, et encore employer une nouvelle technologie et avoir une nouvelle productivité en vue d’améliorer sa marge bénéficiaire. Théoriquement, cela n’a aucun sens.

Les conséquences pour les décideurs de l’hypothèse du laxisme des fabricants sont absurdes. Le gouvernement pourrait résoudre le problème simplement en imposant une taxe de laxisme à l’ensemble des fabricants, fixée à 10 ou 15 p. 100, pour faire contrepoids aux économies que leur procure le dollar faible, de manière à exercer sur eux de la pression. Or, quelle serait la réaction des fabricants? Sinon, tous les travailleurs des entreprises de fabrication pourraient recevoir une augmentation salariale de 10 ou 15 p. 100 pour compenser les économies réalisées grâce à la faiblesse du dollar. Est-ce que cela renforcerait notre industrie? Je ne me prononce jamais contre les augmentations de salaire, bien entendu, mais il est peu susceptible que cela se produise.

De fait, il existe de nombreux cas où la faiblesse du dollar, du fait qu’elle rend plus attrayante l’implantation d’une entreprise au Canada, améliore notre productivité en attirant le genre d’investissement — machines, matériel et nouvelle technologie — qui nous rend plus productifs. Je donnerai un exemple qui se rapporte à l’industrie de l’automobile. Le graphique que vous avez devant les yeux laisse voir l’investissement fait dans les machines, le matériel et les structures, dans le secteur de l’assemblage des véhicules automobiles — le cœur même de l’industrie. Durant la deuxième moitié des années 90, des sommes records de plus de trois milliards de dollars ont été investies tous les ans, en moyenne, dans les immobilisations, dans le secteur de l’assemblage. Les retombées de l’investissement en question ont pour nom emploi, production et exportation, mais aussi productivité. La plupart des usines d’assemblage canadiennes ont été remises à neuf parce que les grands fabricants tenaient les

sector. It is the only industry where that is the case. That strong inflow of investment, attracted by our low dollar, is the reason for that.

There is also a cash-flow effect. The higher dollar will reduce profit margins, which means you have less money to spend on equipment and investment because most investment is financed from retained earnings within the firm. I do not accept the idea that the low dollar harmed our productivity. In fact, I think I can make a case, not universal, that it actually strengthened our productivity.

In terms of the core issues of the committee, senators, and the impact of the dollar on trade flows, the next page of the presentation will show you some of the immediate impacts that we are experiencing with the current appreciation. Obviously, there are short-run impacts and long-run impacts of the rising dollar on our trade flows. For any commodity priced in U.S. dollars, an appreciation immediately means that the Canadian value of those exports is reduced. There is also a short-run impact on shipments from manufacturers who find they cannot profitably supply. There is a longer-run impact once the higher level of the dollar becomes integrated into the investment location decisions that companies are making. If they decide that the dollar is here to stay at 75 cents, or perhaps higher as some analysts are speculating, then they reconsider Canada as a location for those new investments.

Certainly, they were not assuming the dollar would stay at 62 cents or 65 cents over the long run. Everyone recognized that that was not a permanent result, but they certainly were not counting on it going up to 75 cents in terms of the internal planning processes of these major manufacturers.

We have already seen a dramatic impact on the sectoral makeup of our trade flows with the rapid rise in the dollar. The Automotive products sector has been the hardest hit by the run up in the dollar. We have seen a decline in the net exports of Canadian automakers — assembled vehicles and parts — of 50 per cent in the first six months of this year, compared to the levels one year ago. That is a 50 per cent decline in the net trade surplus.

The auto sector is one of the only high-value industries where Canada has traditionally enjoyed a trade surplus. In most high-value or high-technology sectors, we import more than we export. The auto sector is an exception and we have traditionally relied on a strong trade surplus to finance some of the trade deficits we

installations canadiennes pour des lieux très profitables et très rentables. Le résultat, c'est que l'assemblage des automobiles représente un des deux ou trois secteurs de fabrication où, au Canada, nous sommes plus productifs que les États-Unis. Au chapitre de la productivité, nous avons un avantage de 10 à 12 p. 100 sur le secteur américain. C'est la seule industrie où c'est le cas. Ce sont les sommes importantes investies au pays, du fait de la faiblesse de notre dollar, qui expliquent cet état de choses.

Il y a aussi la question des liquidités. Plus le dollar est fort, moins les marges bénéficiaires sont grandes, de sorte qu'on dispose de moins d'argent pour acheter du matériel et investir, car l'investissement est financé à même les bénéfices non répartis de l'entreprise. Je ne suis pas d'accord pour dire que la faiblesse du dollar a nui à notre productivité. De fait, je crois que je peux faire valoir que, même si ce n'est pas là un argument universel, elle a, de fait, renforcé notre productivité.

Pour ce qui est des grandes questions qui intéressent le comité, sénateurs, et de l'impact du dollar sur les flux du commerce, la page suivante de l'exposé laisse voir certains des impacts immédiats que nous vivons, étant donné l'appréciation actuelle. Évidemment, la hausse du dollar a pour nos échanges commerciaux des conséquences à court terme et des conséquences à long terme. Pour toute denrée dont le prix est fixé en dollars américains, immédiatement, l'appréciation équivaut à une baisse de la valeur canadienne des exportations en question. Il y a aussi des répercussions à court terme sur les livraisons manufacturières, les fabricants ne pouvant en arriver à une offre profitable. À plus long terme, l'impact se fait sentir une fois que les entreprises tiennent compte d'un dollar plus élevé quand vient le temps d'investir à tel ou tel endroit. Si elles estiment que le coût du dollar demeurera à 75 cents ou qu'il montera un peu, comme le précisent certains analystes, alors le choix du Canada comme lieu des nouveaux investissements est réévisagé.

Certes, elles ne présumaient pas que le dollar demeurerait à 62 ou à 65 cents, à long terme. Tout le monde reconnaissait le fait que ce n'était pas là un résultat permanent, mais, certainement, on ne croyait pas que cela allait grimper jusqu'à 75 cents, du point de vue de la planification interne, chez les grands fabricants.

Nous avons déjà été les témoins d'un impact marqué du phénomène sur la composition sectorielle de nos flux de commerce, accompagnant la hausse rapide du dollar. Le secteur des produits de l'automobile a été le plus durement touché par l'augmentation. Nous avons constaté un déclin des exportations nettes des fabricants d'automobiles canadiens — pièces et véhicules assemblés — de 50 p. 100 au cours des six premiers mois de l'année, par rapport aux niveaux enregistrés il y a un an. C'est un déclin de 50 p. 100 de l'excédent commercial net.

Le secteur de l'automobile est une des seules industries à forte valeur où le Canada bénéficie de tradition d'un excédent commercial. Dans la plupart des secteurs à grande valeur ou secteurs de technologie de pointe, nous importons davantage que nous exportons. Le secteur de l'automobile constitue une

have in other value-added sectors. Half of that trade surplus has disappeared. I predict that if we stay at this 75-cent level or higher we will become a net importer of automotive products — we will import more than we export within five years.

Those are worrisome implications for Canada's industrial structure. Our exports of energy products and other resources are booming, with the exception of lumber, of course, unfortunately. Our exports of value-added, or more technology-intensive products, are suffering badly. If I could perhaps paraphrase one of North America's newest politicians, this is what we would say about Canada's automotive trade surplus if the dollar stays at 75 cents or higher: "Hasta la vista, baby."

On the last page, we will address the matter of where the exchange rate should settle. I heard Mr. Carmichael's suggestions or comments on the troubles that the volatility in exchange rates plays. I disagree with the conclusion that, therefore, we should consider a common currency. The policy independence granted by the exchange rate, as well as the shock-absorbing features of it, are important, particularly if we were to consider a monetary union or common currency because we would lose the ability to set domestic interest rates. That would be a huge mistake.

However, if we have this independence, then we have to sensibly manage it. I should like to see the monetary authority — the Bank of Canada — pay more explicit attention to the exchange rate, recognizing the importance of some kind of sustainability and stability in the exchange rate. It does not have to be a fixed rate system, but it could be one of the policy variables that they would take into account, rather than focus solely on interest rates and inflation.

My argument is that given current nominal compensation levels in Canada and the U.S. in manufacturing — the crucial export or traded goods sector that we have — and given the continuing gap in productivity levels — auto is an exception — of about 15 per cent lower than in the U.S., we need an exchange rate of U.S. 72 cents or lower so that we can maintain the absolute level of unit labour costs in Canadian manufacturing at a competitive level. When the dollar is higher than 72 cents, then there is an incentive for manufacturers to shift production back to the U.S. Below 72 cents creates an incentive to expand Canadian operations. That is exactly what we saw, to our great benefit, in the last half of the 1990s. With the Canadian dollar at U.S. 72 cents, there is an incentive to stay put.

exception, et, de tradition, nous avons compté sur un excédent commercial solide à cet égard pour financer certains des déficits commerciaux que nous avons dans d'autres secteurs à valeur ajoutée. La moitié de cet excédent commercial est disparue. Je prédis que si le dollar demeure à 75 cents ou s'il augmente encore, en termes nets, nous allons devenir des importateurs de produits de l'automobile — nous allons importer plus que nous exportons d'ici cinq ans.

Ce sont des conséquences inquiétantes du point de vue de la structure industrielle du Canada. Nos exportations des produits énergétiques et d'autres ressources connaissent une hausse vertigineuse, exception faite du bois d'œuvre, bien entendu, malheureusement. Nos exportations de produits à valeur ajoutée ou de produits à forte concentration technologique, éprouvent de graves difficultés. Si vous me permettez de citer un des tout nouveaux politiciens en Amérique du Nord, voici ce qu'il dirait à propos de l'excédent commercial dans le secteur de l'automobile du Canada si le dollar demeure à 75 cents ou encore augmentait: «Hasta la vista, baby.»

À la dernière page, nous allons essayer de voir ce que devrait représenter le taux de change. J'ai entendu les suggestions ou observations de M. Carmichael à propos des difficultés que suscite l'imprévisibilité des taux de change. Je ne suis pas d'accord avec la conclusion selon laquelle il nous faut donc envisager d'adopter une monnaie commune. Le degré d'indépendance que le taux de change permet aux décideurs aussi bien que sa capacité d'absorber les chocs sont importants, particulièrement s'il faut envisager une union monétaire ou une monnaie commune, car nous perdriions alors la possibilité de fixer nous-mêmes les taux d'intérêt canadiens. Ce serait une grave erreur.

Par contre, là où nous disposons de cette indépendance, nous devons tout de même la gérer de façon sensée. J'aimerais que l'autorité monétaire — la Banque du Canada — accorde une plus grande attention directe au taux de change, pour reconnaître l'importance d'une certaine stabilité du taux de change. Ça n'a pas forcément à être une formule fondée sur un taux fixe; plutôt, il pourrait s'agir d'une des variables dont on tient compte, plutôt que d'envisager seulement les taux d'intérêt et l'inflation.

L'argument que je souhaite faire valoir est le suivant: étant donné les niveaux actuels de rémunération minimaux au Canada et aux États-Unis dans le secteur de la fabrication — le secteur capital des biens d'exportation que nous avons — et étant donné aussi la faiblesse des niveaux de productivité — le secteur de l'automobile est une exception — qui se chiffre autour de 15 p. 100 de moins, par rapport aux États-Unis, et il nous faut un taux de change de 72 cents US, ou moindre, pour maintenir de façon absolue le coût unitaire de main-d'œuvre au point où le secteur canadien de la fabrication demeure concurrentiel. Quand le cours du dollar est supérieur à 72 cents, les fabricants sont incités à réinstaller la production aux États-Unis. Quand il est inférieur à 72 cents, ils ont intérêt à élargir leurs opérations canadiennes. C'est exactement de cela que nous avons été témoins, à notre grand avantage, durant la deuxième moitié des années 90. Avec le dollar canadien à 72 cents US, les gens avaient intérêt à rester là où ils sont.

I am not sure that tells the whole story, but that is a rough benchmark. I am hopeful that the Bank of Canada, with our collective advice in the background, will begin to think about their actions on interest rates with an eye to maintaining the exchange rate at 72 cents or, preferably, a little lower, if our goal is to expand that high-value sector of our economy.

I thank you for your interest and patience and we all look forward to the discussion.

**Senator Austin:** Thank you all for a fascinating set of presentations. There are so many topics raised by you — from the Chinese currency to the common dollar to the competitive test of the Canadian dollar — that it is a dilemma where to start. However, I have made up my mind where I should like to start. I wish to take Mr. Carmichael to page 4 of his blue book, because you say there something I have been taught, namely: “Periods of poor productivity growth tend to follow periods of C\$ weakness, while C\$ strength has tended to stimulate productivity.”

Mr. Stanford said just the opposite, if I understood him correctly. I wonder if I could ask the two of you whether you are saying different things, or whether there is some common meeting ground in what you are saying?

**Mr. Carmichael:** I am not sure if there is common meeting ground. Looking back at that history on the Canadian dollar, the periods when we have seen a very high Canadian dollar, when our costs got out of line, we had to correct that. There were two ways of doing it: with a big adjustment in the exchange rate, which happened after 1991; also, with an improvement in productivity, which happened in the years following that economic downturn.

You might remember that the recovery of the early 1990s was the first time we referred to something called the jobless recovery. That was true in the U.S., and it was even truer in Canada for quite a number of years. In other words, we were still in our economy trying to adjust to that high dollar period and the dramatic deterioration in our relative cost performance that had happened. The currency coming down was part of what did that. However, we had to have a rebound in economic growth without any real employment growth for several years before we got the productivity improvement that helped us get our labour costs back in line.

The weak Canadian dollar period that we experienced from 1998 through 2002 — Mr. Stanford mentioned that this was a period of very good economic performance for Canada. It was, but it was a period that has ended with Canadian productivity being much weaker than productivity growth in the U.S. In other

Je ne suis pas sûr d’avoir rendu compte de tout, mais voilà quand même un tableau approximatif de la situation. J’espère que la Banque du Canada, en écoutant nos conseils collectifs à l’arrière-plan, commencera à réfléchir aux mesures qu’elle envisage en rapport avec les taux d’intérêt dans l’idée de maintenir le taux de change à 72 cents ou, de préférence, à un niveau un peu inférieur à cela, si notre objectif consiste à élargir le secteur à valeur ajoutée de notre économie.

Je vous remercie de l’intérêt que vous portez à la question et de la patience dont vous faites preuve; nous avons tous hâte de pouvoir discuter.

**Le sénateur Austin:** Merci de nous avoir présenté une série fascinante d’exposés. Vous avez soulevé un tel nombre de questions — depuis la monnaie chinoise jusqu’au critère de détermination de la compétitivité du dollar canadien, en passant par le dollar commun — que de savoir où commencer pose une sorte de dilemme. Tout de même, j’ai décidé de la question qu’il faudrait aborder en premier. J’aimerais que M. Carmichael se reporte à la page 4 de son livre bleu — vous y dites quelque chose qu’on m’a enseigné, soit: des périodes marquées par une faible croissance de la productivité ont tendance à suivre les périodes marquées par la faiblesse du dollar canadien, alors que la force du dollar canadien a tendance à stimuler la productivité.

L’affirmation de M. Stanford se situe tout à fait à l’opposé, si j’interprète bien ce qu’il a dit. Je me demande si je peux vous poser la question: êtes-vous en train de dire des choses différentes, sinon y a-t-il une sorte de terrain d’entente où vos propos peuvent se rejoindre?

**M. Carmichael:** Je ne suis pas sûr qu’il y ait un terrain d’entente. En regardant l’histoire du dollar canadien, on constate que, pour les périodes où le dollar canadien a été très fort, quand nos coûts sont devenus hors de proportion, nous avons dû corriger le tir. Il y avait deux façons d’agir: avec un grand rajustement du taux de change, ce qui s’est fait après 1991; sinon, avec une amélioration de la productivité, ce qui s’est produit dans les années suivant le ralentissement économique en question.

Vous vous rappellerez peut-être que la reprise connue au début des années 90 a été la première à être qualifiée de reprise sans emploi. C’était vrai aux États-Unis, et d’autant plus au Canada pendant quelques années. Autrement dit, dans notre économie, nous en étions encore à essayer de nous adapter à la force du dollar et à une détérioration marquée de notre rendement relatif du point de vue des coûts. La baisse du dollar explique cela en partie. Tout de même, il nous a fallu en arriver à un redressement de la croissance économique qui ne s’est pas accompagnée d’une réelle croissance de l’emploi, pendant plusieurs années, jusqu’au moment où l’amélioration de la productivité nous a aidés à ravaoir des coûts de main-d’œuvre corrects.

La période de faiblesse du dollar canadien que nous avons connue de 1998 à 2002 — M. Stanford a mentionné que cette période a été marquée par un très bon rendement économique de la part du Canada. C’est bien le cas, mais c’est une période où, à la fin, la productivité canadienne se révèle nettement plus faible

words, the low dollar actually encouraged more hiring and less investment in productivity-improving technologies than might have been the case if the dollar had not gone as low as it did.

What I am suggesting, looking at that chart on page 4, is that we are now going to head into a new period in Canada where the productivity line will do what it did back in 1991. After a period where it was very weak, it will now start moving up. We will probably get a convergence again back in productivity growth in the two countries. That will come about because a low dollar in the U.S. will stimulate hiring there, and their productivity growth will slow down; a high dollar here in Canada will slow down employment growth, and our productivity will pick up. That is the point that I was trying to make.

As to how it squares with Mr. Stanford, some of this is the leads and lags of currency movements, and then the adjustments that take place in the economy afterwards. Mr. McCracken mentioned that it takes some time for a free trade agreement or a big currency adjustment to feed through. We should not be looking for the effects over the next three to six months; we should be looking over the next two, three and four years for these effects to play out. I would say that the high dollar period and the high labour-cost period we had in the early 1990s played out with very weak employment growth in the early stages of our recovery in the 1990s and that the low dollar that we had in the late 1990s played out in better employment gains here in Canada than in the U.S. through 2002. However, what we are now going to head into is a kind of a reversal of that period, now that the currency has moved as much as it has.

**Senator Austin:** I have always believed that the Canadian economy had to be relatively similar in productivity with the U.S. economy to maintain investment interest in Canada — and also to give Canadians, as consumer and citizens, an assurance that their net worth, their purchasing power parity, was reasonable in terms of the people across the border.

Now I should like Mr. Stanford to comment on these propositions, because what you say is very challenging.

**Mr. Stanford:** A couple of responses come to mind, senator. First, I think I could probably tell a slightly different story from Mr. Carmichael's graph. Again, that is where you never meet a one-armed economist; you always have to have one hand on the other hand. The strong dollar period under Governor Crow at the Bank of Canada started in 1988-89, and then ended as we were in the depths of recession in 1991-92, when they started cutting rates

que la croissance de la productivité aux États-Unis. Autrement dit, la faiblesse du dollar a servi à encourager plus d'embauches et moins d'investissement dans les technologies utiles pour améliorer la productivité que cela aurait été le cas si le cours du dollar n'avait pas tant baissé.

Ce que j'affirme — regardons le graphique qui se trouve à la page 4, c'est que nous nous dirigeons au Canada vers une période nouvelle où la ligne «productivité» sera ce qu'elle était en 1991. Après une période de grande faiblesse, elle commencera son ascension. Nous allons probablement obtenir à nouveau une convergence de la croissance de la productivité dans les deux pays. Cela va se produire parce qu'un dollar américain faible stimulera l'embauche ici et que la croissance de la productivité aux États-Unis va ralentir; un dollar fort ici même au Canada servira à ralentir la croissance de l'emploi, et notre productivité reprendra. C'est le point que je voulais faire valoir.

Quant à savoir ce que peut en penser M. Stanford, cela tient en partie aux fluctuations des taux de change, puis aux rajustements subséquents de l'économie. M. McCracken a mentionné de fait qu'il faut du temps pour qu'un accord de libre-échange ou un important rajustement du taux de change se fasse sentir. Nous ne devrions pas être à l'affût des effets qui se manifesteraient d'ici trois à six mois; nous devrions plutôt envisager comme terme deux, trois ou quatre ans, pour que les effets se fassent sentir. Je dirais que la période marquée par la force du dollar et les coûts de main-d'œuvre élevés que nous avons connus au début des années 90 s'est accompagnée d'une croissance très faible de l'emploi, aux premiers stades de notre reprise durant les années 90, et que la faiblesse du dollar que nous avons connue à la fin des années 90 s'est accompagnée, sur le plan de l'emploi, de meilleurs gains ici au Canada qu'aux États-Unis, jusqu'en 2002. Tout de même, nous nous dirigeons maintenant vers une période où il y aura une sorte de renversement de cette situation, maintenant que la devise a connu un si important mouvement.

**Le sénateur Austin:** J'ai toujours cru que l'économie canadienne devait présenter une productivité semblable à celle de l'économie américaine, pour que l'intérêt que portent les investisseurs au Canada demeure — et aussi pour rassurer les Canadiens, en tant que consommateurs et citoyens, sur le fait que leur valeur nette, la parité de leur pouvoir d'achat, sont raisonnables par rapport à ce que l'on trouve de l'autre côté de la frontière.

Bon, j'aimerais que M. Stanford commente ces propositions, car ce que vous dites pose un problème ardu.

**M. Stanford:** Quelques réponses possibles me viennent à l'esprit, sénateur. Premièrement, je crois que mon récit de la situation serait probablement un peu différent de celui que donne à voir le graphique de M. Carmichael. C'est toujours «d'une part, bla bla bla, mais, d'autre part, bla bla bla»; c'est pour cela que vous ne verrez jamais d'économistes à la piscine: ils n'aiment pas se mouiller. La période forte du dollar sous le règne du



and the dollar came down. That high dollar period that corresponds with the falling productivity portion of Mr. Carmichael's graph.

What I consider the period of the low dollar, the undervalued dollar, I would date back to 1995, when we started increasing our share of North American manufacturing. Up until last year, on Mr. Carmichael's graph, we matched U.S. productivity growth. There is something happening to U.S. productivity right now that is hard to understand.

I will tell you one way you can dramatically increase productivity in your economy. Go through and identify the 50 per cent of firms that are less productive than the others and shut them all down. You will get an immediate and dramatic impact in productivity. That is not quite what has happened in the U.S., but it is something like what has happened there. Certainly, it has happened in the manufacturing sector, where the cost competitiveness of U.S. manufacturing has been so out of whack with its competitors, including the new competitors in the China and elsewhere in Asia, that they are shedding jobs and closing plants in a massive way — and obviously you start by closing the least productive ones. I do not think that is all that is happening in the U.S. — the productivity growth there in the last year has been spectacular, if you believe that productivity growth is the goal. Unfortunately, it is translated solely into job loss, because there is not enough demand to put those people to work.

**Senator Austin:** What about Mr. Carmichael's point that the next step will be an enhanced employment statistic in the U.S.? New jobs will be required in order to meet the more buoyant economy that is being developed.

**Mr. Stanford:** You could see some of that. Initially, that can actually translate into sustained productivity growth. If employers have a little bit more labour on hand than they really need, because they did not cut to the bone, then initially you will see the new demand being reflected in overtime and just more intense utilization. However, down the road, you should see some employment. Whether we will get a boost again in our productivity levels as we did starting in 1991-92, I suspect we might — but it might be for the wrong reasons. It might be because of the toll that we are imposing on a very large proportion of our industry.

**Senator Austin:** I would conclude with the observation that I would hate the message to Canadians to be that we are in a permanent lower purchasing power capacity than the American

gouverneur Crow à la Banque du Canada a commencé en 1988-1989, et s'est terminée au moment où nous étions dans le creux de la récession en 1991-1992, moment auquel la Banque a réduit les taux et où le cours du dollar a baissé. Cette période de force de la devise correspond à la période de baisse de la productivité que l'on voit sur le graphique de M. Carmichael.

Quand j'envisage la période de faiblesse du dollar, le dollar sous-évalué, je remonterais à 1995, moment auquel nous avons commencé à accroître notre part de la fabrication en Amérique du Nord. Jusqu'à l'an dernier, sur le graphique de M. Carmichael, notre croissance de la productivité était égale de celle des États-Unis. Pour ce qui est de la productivité américaine, il y a quelque chose qui se passe en ce moment qu'on arrive difficilement à comprendre.

Je peux vous révéler une façon dont vous pourriez aussi procéder pour accroître de façon marquée la productivité de votre économie. Trouvez cette moitié des entreprises qui est moins productive que l'autre, et mettez la clé dans la porte. Vous allez ressentir un effet immédiat et spectaculaire sur la productivité. Ce n'est pas tout à fait ce qui est arrivé aux États-Unis, mais c'est quelque chose comme cela. Certes, cela est arrivé dans le secteur de la fabrication, où les coûts des entreprises américaines sont si décalés par rapport à ceux de leurs concurrents, y compris les nouveaux concurrents en Chine et ailleurs en Asie, que les licenciements et les fermetures d'usine représentent un mouvement massif — et, évidemment, on commence par fermer les moins productives. Je ne crois pas que ce soit là la seule chose qui se passe aux États-Unis — la croissance de la productivité y a été spectaculaire l'an dernier, si vous êtes d'avis que la croissance de la productivité est le but à atteindre. Malheureusement, cela a donné uniquement des pertes d'emploi, parce que la demande ne suffit pas pour que ces gens soient engagés.

**Le sénateur Austin:** Que pensez-vous de ce qu'a dit M. Carmichael: que, dans l'ordre des choses, la prochaine chose à venir est une amélioration des statistiques d'emploi aux États-Unis? Il faudra que des emplois soient créés pour accompagner une économie qui reprend du souffle.

**M. Stanford:** On pouvait voir cela en partie. Au début, cela peut déboucher, en fait, sur une croissance soutenue de la productivité. Si les employeurs ont à leur disposition un peu plus de main-d'œuvre que ce dont ils ont vraiment besoin, parce qu'ils n'ont pas coupé jusqu'à l'os, alors, au départ, la nouvelle demande manifestée se traduira par des heures supplémentaires et, simplement, une utilisation plus intense de la main-d'œuvre. Par contre, à un moment donné, les emplois devraient être créés. Quant à savoir si nous allons être les témoins d'une forte augmentation de notre productivité comme cela s'est fait à partir de 1991-1992, je soupçonne que ce sera peut-être le cas — mais ce sera peut-être pour les mauvaises raisons. Ce sera peut-être à cause du fort prix que nous allons faire payer à une très grande part de notre industrie.

**Le sénateur Austin:** Pour conclure, je dirais ceci: je détesterais cela si j'étais obligé de dire aux Canadiens que, en permanence, nous avons un pouvoir d'achat qui est plus faible que celui du

consumer in order to run our economy. That is not an easy message for a government to deliver, but I appreciate your views and I know this subject is very difficult.

**Senator Di Nino:** That is fascinating. This is a debate on an issue on which I suspect, if we had five or six more economists, we may get five or six more different opinions.

**Senator Graham:** You would need more arms.

**Senator Di Nino:** That is true. It certainly gives us a challenge trying to come to some conclusions on this as well.

I have a couple of questions, one in general, and I invite anyone to speak about it. Most of the discussion this evening has talked about the manufacturing and trade sector dealing with Canadian-American relationships and buying and selling products. Very little has been said about the effect that the recent changes in the Canadian dollar will have on investment of U.S. dollars into Canada — foreign direct investments and other types — in particular the trend that we have seen in the last few years of Americans and other folks from other countries, but principally Americans, buying Canadian companies. I would like a commentary on that, at least for my benefit.

**Mr. McCracken:** Certainly, the net effect is that, if you are buying in U.S. dollars, companies are going to be more expensive now than they were. I think you will perhaps see less of the purchases of existing assets. A lot of what goes on, and much of the foreign direct investment that we measure, is investment by foreign-owned companies who are already here in Canada. When they increase their investments here, that shows up as if it were new foreign direct investment — but in fact it is not. Indeed, it happens almost automatically, because what we do is all of their earnings are shown as having been repatriated. Then we hold on to the retained earnings and count those as having come back into the country. To the extent that this appreciation dampens down retained earnings and corporate profits, you will see some diminution of that flow.

The tough question is this: What about the translation of that financial action that we just described into real capital investment — the machines that were being talked about before? Keep in mind that the price of machinery and equipment in the U.S. is now cheaper, indeed, even cheaper than that made in Canada because they are competing against those same companies in the U.S.

We find that there is a substantial offset where we have made machinery and equipment more attractive to encourage investment in Canada. Whether it is enough depends very much on what the adverse effects on the industry are. Industry, like the auto sector, may have a tough time justifying going ahead, even though it is now cheaper with new investments because they are

consommateur américain, car cela nous permet de mieux faire fonctionner notre économie. Il n'est pas facile de faire passer un tel message, mais j'apprécie les idées que vous faites valoir et je sais qu'il s'agit d'un sujet très difficile.

**Le sénateur Di Nino:** C'est fascinant. Voilà un débat sur une question qui est telle que si je recourais à cinq ou six économistes de plus, je soupçonne, nous aurions droit à cinq ou six opinions différentes de plus.

**Le sénateur Graham:** Vous seriez bien seul dans votre piscine.

**Le sénateur Di Nino:** Tout à fait. En même temps, il devient très difficile de tirer des conclusions à ce sujet.

J'ai quelques questions à poser, une qui est d'ordre général, et j'inviterais quiconque le souhaite à en parler. Pour la majeure partie, la discussion que nous avons eue ce soir a porté sur le secteur de la fabrication et du commerce, les relations canado-américaines ainsi que l'achat et la vente de produits. On a très peu parlé de l'effet qu'ont les changements récents du cours du dollar canadien sur l'investissement d'argent américain au Canada — les investissements étrangers directs et autres formes d'investissement — en particulier la tendance que nous observons depuis quelques années — les Américains et d'autres étrangers, mais surtout des Américains achètent des entreprises canadiennes. J'aimerais que vous commentiez cela, tout au moins pour que je comprenne moi-même.

**M. McCracken:** Certes, l'effet net de cela, c'est que si vous faites un achat en dollars américains, l'entreprise sera plus chère aujourd'hui qu'elle l'était auparavant. Je crois que nous allons peut-être voir moins de cas où les actifs existants sont achetés. Une bonne partie de ce qui se fait, et une bonne partie de l'investissement étranger direct que nous mesurons, prend la forme d'investissements faits par des sociétés étrangères qui sont déjà établies au Canada. Quand elles accroissent leurs investissements ici, cela rentre dans les statistiques portant sur le nouvel investissement étranger — mais, de fait, ce n'est pas le cas. En fait, cela se fait de manière quasi automatique: ce que nous faisons, c'est que nous indiquons que la totalité de leurs bénéfices non répartis sont rapatriés. Puis, nous prenons ces bénéfices non répartis et disons qu'ils ont été investis au Canada. Dans la mesure où cette appréciation nuit aux bénéfices non répartis et aux marges bénéficiaires, vous allez voir une certaine diminution de ce flux.

La difficulté est la suivante: qu'en est-il de la traduction de la mesure financière que nous venons de décrire en investissements en capital réel — les machines dont il a été question auparavant? N'oubliez pas que le prix des machines et du matériel aux États-Unis est nettement plus bas, même plus bas que ce qui est produit au Canada parce qu'ils affrontent les mêmes entreprises aux États-Unis.

Nous constatons un effet de compensation important là où les machines et le matériel sont plus attrayants, de telle sorte que l'investissement au Canada est encouragé. Que cela soit suffisant ou non dépend beaucoup des effets néfastes que cela peut avoir sur l'industrie. L'industrie, par exemple le secteur de l'automobile, peut avoir de la difficulté à justifier une avancée, même s'il coûte

facing a situation in which they have lost 100 per cent, if you will, of any exchange rate appreciation in their revenue side because they are basically operating in U.S. dollars.

In other industries, though, they may find it quite attractive. Some of the service sectors and parts of the manufacturing sector, which are competing not against the U.S. but other parts of the world, may say, "This is an opportunity for us to belly up and improve our capital equipment, now that we have 15 per cent off on all that capital equipment."

It will be a mixed bag that you see occurring. Keep in mind that we have been appreciating vis-à-vis U.S. dollar, but depreciating against some of the other currencies — those other currencies can come in now. You may see European investment pick up in Canada. You may see Japanese investment picking up into Canada.

Those are the other directions. We are not tied into old shares or into the same sort of sources, and the magic 80-20 rule does not necessarily apply.

**Mr. Carmichael:** From an investment bank's perspective, we have a corporate finance group and a markets group here in Canada. The corporate finance group would see activity relating to mergers and acquisitions. What would be seen by our investment banking group is more the foreign direct investment type of flows. Our markets group would tend to see investments coming into Canada where investors are looking strictly for a financial play, a higher interest rate, as Mr. Stanford was mentioning, relative to what is available in other countries, or a play on a rising Canadian dollar. They might want to be in Canada to take advantage of that appreciation.

Over the last year, by far the most foreign interest in Canada has been either to take advantage of higher interest rates here or to take advantage of an upward ride in the Canadian dollar against the U.S. dollar. These are short-term investments that do not necessarily, and often do not at all, contribute to longer-term direct investment and productivity improvement.

On the other side of the coin, as Mr. McCracken correctly said, Canadian assets are more expensive, mainly for the U.S., who are the principal investors in Canada. Mergers and acquisitions activity fell a couple of years ago and does not show any signs at the moment of picking up.

At the moment, the kind of capital you are attracting is the short-term portfolio flows and not the longer-term flows. This is part of the adjustment to a higher Canadian dollar.

I would agree with other points Mr. McCracken made that for some sectors a higher Canadian dollar is attractive on the services side.

maintenant moins cher, avec les investissements nouveaux, parce que ces gens-là ont perdu 100 p. 100, si vous voulez, de l'appréciation du taux de change du côté de leurs recettes, car il fonctionne, essentiellement, en dollars américains.

Dans d'autres industries, par contre, ils peuvent juger cela très attrayant. Certains des secteurs de service et certains éléments du secteur de la fabrication, là où les concurrents proviennent non pas des États-Unis, mais d'autres parties du monde, peuvent dire: «Voilà l'occasion pour nous de remonter la pente et d'améliorer nos biens d'équipement, maintenant que nous pouvons profiter d'une réduction de 15 p. 100 à cet égard.»

Vous allez voir un peu de tout. N'oubliez pas que le cours de notre devise monte par rapport au dollar américain, mais qu'il diminue par rapport à d'autres devises — on peut en parler maintenant. Vous allez peut-être constater une reprise des investissements européens au Canada. Vous allez peut-être constater une reprise des investissements japonais au Canada.

Ce sont les autres voies. Nous ne sommes pas liés par de vieilles actions ni par le même genre de sources, et la règle magique des 80-20 ne s'applique pas forcément.

**M. Carmichael:** Du point de vue d'une banque d'investissement, nous avons ici au Canada un groupe financement des entreprises et un groupe marchés. Le groupe financement des entreprises traite des activités liées aux fusions et acquisitions. Notre groupe services bancaires d'investissement se soucie davantage des flux d'investissement étranger directs. Notre groupe marchés a tendance à regarder les investissements qui viennent au Canada, dans les cas où les investisseurs cherchent uniquement une transaction financière, à jouer sur les taux d'intérêt plus élevés, comme M. Stanford l'a mentionné, par rapport à ce qui est offert dans d'autres pays, ou encore à jouer sur la hausse du dollar canadien. Ils s'intéressent peut-être au Canada en vue de tirer parti de cette appréciation.

Depuis un an, pour ce qui représente nettement la plus grande part, l'investissement étranger au Canada visait soit à tirer parti des taux d'intérêt élevés, soit à profiter de l'ascension du dollar canadien par rapport au dollar américain. Or, ce sont là des investissements à court terme qui ne serviront pas forcément à stimuler l'investissement direct à long terme ni à améliorer la productivité — souvent, ils ne le font pas du tout.

Par ailleurs, comme M. McCracken l'a bien dit, les actifs canadiens sont plus coûteux, surtout pour les Américains, qui sont les principaux investisseurs au Canada. Les projets de fusion et d'acquisition ont connu une baisse il y a quelques années; il n'y a pas lieu de croire que cette activité reprendrait, pour l'instant.

En ce moment, le capital attiré concerne des placements de portefeuille à court terme et non pas des flux à long terme. Cela fait partie du rajustement qui s'effectue en fonction d'un dollar canadien dont le cours est plus élevé.

Je dirais que je suis d'accord avec d'autres points que M. McCracken a fait valoir — que certains secteurs, du côté des services, voient d'un bon œil la hausse du dollar canadien.

**Senator Di Nino:** Before I ask Mr. Stanford to speak, would it be correct if I used the word “passive” FDI, foreign direct investment, versus active FDI, passive being money that comes in on a short-term basis to buy the dollar and ride with it, or to buy some bonds, as opposed to money going into buying machinery to increase productivity, or products being produced, et cetera? Is that a good term for my own use?

**Mr. McCracken:** I think you would be better saying “portfolio investments,” looking for high returns and speculating on the dollar, and the other being direct investment. Direct investment is where you have an ownership position. You own more than 10 per cent of the company and have control. We do not know in either case whether it translates into bricks and mortar because it is a separate transaction. A company will raise the money and someone has to say, “Order the bricks and mortar.” That is investment of another kind that has a completely different moniker in some sense.

**Mr. Carmichael:** It is not just the international investors who might be looking at direct investment. It is the Canadian investors who are of much bigger importance. It is a deer in the headlights when the currency is moving up as much as it is now, as far as putting new investment into Canadian plants. Is the currency going to go back to 65 cents? Or will it go to 80 or 85 cents? If there is uncertainty about that, you will not see domestic or international investors getting into that type of long-term investment.

**Mr. McCracken:** Going the other way, though, is attractive. If you were looking, hypothetically, for an insurance company in the U.S. to buy, it has suddenly gotten 10 per cent cheaper.

**Mr. Stanford:** For a corporation with multinational operations, and which is multinational in scope, this issue that the higher dollar makes the real capital equipment less expensive, I do not think comes into play. A company like Ford or GM will buy their equipment and they are their thinking in U.S. dollars. They will buy it from the same supplier and it is a given. The only impact, then, of a higher dollar is on their variability costs, that is, mostly the labour costs and the other variable costs of operations.

It is often stated that there is a plus and minus vis-à-vis investment. The higher dollar makes the imported capital equipment cheaper, but makes the cost of production here more expensive. For any corporation, Canadian or foreign, that is multinational in scope, it is only a negative. They have a fixed price they pay for the equipment. The only choice for them is where they will put it.

**Le sénateur Di Nino:** Avant de demander à M. Stanford de se prononcer, je demanderais si je me trompe en employant l'expression IED «passif», IED désignant investissement étranger direct, par rapport à un IED actif, l'IED passif désignant l'argent investi à court terme pour profiter de l'ascension du dollar, par l'achat de devises, ou par l'achat d'obligations, par opposition à une somme investie dans des machines pour accroître la productivité ou dans la fabrication de produits et ainsi de suite. Est-ce un terme que je peux employer?

**M. McCracken:** Je crois que vous seriez mieux avisé de parler de «placements de portefeuille», qui visent à obtenir un rendement élevé et à spéculer sur le cours du dollar, et l'autre catégorie serait l'investissement direct. Pour qu'il y ait investissement direct, il doit y avoir participation. Vous possédez plus de 10 p. 100 de l'entreprise et vous avez le contrôle. Dans un cas comme dans l'autre, nous ne savons pas si cela donne un investissement dans quelque chose de proprement physique, car il s'agit d'une opération distincte. Une entreprise amasse des fonds, puis quelqu'un doit dire: «Bâtissons quelque chose.» C'est un investissement d'une autre catégorie, dont l'appellation, d'une certaine façon est complètement différente.

**M. Carmichael:** Il n'y a pas que les investisseurs internationaux qui envisagent peut-être l'investissement direct. Ce sont les investisseurs canadiens qui sont beaucoup plus importants. C'est un signe criant, quand le cours du dollar connaît une telle ascension, pour ce qui est des investissements nouveaux dans des usines canadiennes. Le dollar canadien va-t-il revenir à 65 cents US? Ou encore, va-t-il atteindre 80 ou 85 cents US? S'il y a de l'incertitude à ce sujet, il n'y a pas d'investisseurs canadiens ou étrangers qui vont choisir cette catégorie d'investissement à long terme.

**M. McCracken:** La voie inverse peut toutefois être attrayante. Si vous en envisagez, disons, d'acheter une compagnie d'assurances aux États-Unis, voilà que cela vous coûterait subitement 10 p. 100 de moins.

**M. Stanford:** Pour une société dont les opérations sont multinationales et dont l'envergure est multinationale, la notion d'un dollar fort qui rend moins coûteux les biens d'équipement réels n'entre pas vraiment en jeu à mon avis. Une entreprise comme Ford ou GM, quand elle achète son équipement, pense en dollars américains. Elle s'adresse au même fournisseur; c'est établi. Le seul impact qu'aurait donc un dollar plus fort concernerait les coûts variables, c'est-à-dire, pour l'essentiel, les coûts de main-d'œuvre et d'autres coûts variables liés aux opérations.

On dit souvent que cela comporte des avantages et des inconvénients du point de vue de l'investissement. Le dollar fort rend les biens d'équipement importés moins onéreux, mais il fait augmenter ici le coût de production. Pour toute société, qu'elle soit canadienne ou étrangère, dans la mesure où elle est d'envergure multinationale, il n'y a que le mauvais côté. Elle paie un prix fixe pour le matériel. Le seul choix à faire, c'est l'endroit où l'installer.

**Senator Di Nino:** Mr. Stanford, your dollar and trade graph paints a pretty bleak picture of the auto industry, that is, the effect that the increase in the Canadian dollar has had in the short term to the auto industry. We heard yesterday from the Bank of Canada something different. They suggested that, because the auto industry has such a large foreign component coming in from the U.S. in particular, the impact on that industry may be less than on some other industries. You are arguing the opposite. Can you comment?

**Mr. Stanford:** Perhaps I should invite some Bank of Canada officials to take a sabbatical and work hands on in the auto industry for a while. Senator, I honestly do not understand the logic of that. This is an industry where cost competitiveness is important, both in the short-run sense and in the long-run investment allocation sense.

To be sure, because auto is one of the industries where we have a productivity advantage over the Americans, it means that a good portion of industry could tolerate a higher exchange rate better than Canadian-based manufacturers in other industries. On the other hand, it is such an integrated industry, 90 per cent of what we produce is exported and 99 per cent of that goes to the United States. The impact of the fluctuating Canada-U.S. exchange rate is dramatic, and I think the data bears it out.

Our automotive products trade surplus in the last half of the 1990s was in the order of \$20 billion per year. This year, we are looking at, perhaps, \$7 billion or \$8 billion. That will have impacts on our whole current account situation. It is not all attributable to the dollar. What has happened this year is important.

**Senator Day:** Gentlemen, I will start with Mr. Carmichael's comment that we should not be abandoning discussions about a common currency. Rather than a common currency, I would be interested in your comments on fixing the currency at a percentage and reacting to Mr. Stanford's comment about 72 cents and using the exchange rate spread to maintain that, or would you consider fixing and then using the interest rates for inflationary purposes? Basically, Mr. Stanford said to forget about the use of interest rates to fight inflation, that the spread is a more important thing. That is the way I understood the comments.

**Mr. Carmichael:** If I believed that we could fix the Canadian dollar at 72 cents and that it would stay fixed and be a stable arrangement, I would say that that would probably be a good idea and that we should do it. International experience, however, seems to show that fixed exchange rates, whether they have been

**Le sénateur Di Nino:** Monsieur Stanford, votre graphique à propos du dollar et du commerce brosse un tableau assez sombre de l'industrie de l'automobile. Il y est question de l'effet qu'a l'augmentation du cours du dollar canadien, à court terme, sur l'industrie de l'automobile. Nous avons entendu un point de vue différent de la part de la Banque du Canada là-dessus, hier. Les responsables ont donné à penser que, en raison du fait que l'industrie de l'automobile comporte un élément étranger si imposant qui se rapporte aux États-Unis en particulier, l'impact sera peut-être moindre que dans le cas de certaines autres industries. Vous faites valoir l'inverse. Pouvez-vous commenter cela?

**M. Stanford:** Je devrais peut-être inviter certains des responsables de la Banque du Canada à prendre un congé sabbatique et à travailler directement dans l'industrie de l'automobile pour un certain temps. Sénateur, je ne comprends honnêtement pas la logique qui sous-tend ce raisonnement. C'est une industrie où les coûts comparatifs sont importants, à court terme aussi bien qu'à long terme pour l'allocation des investissements.

À coup sûr, comme l'industrie de l'automobile est une des industries où nous détenons un avantage par rapport aux Américains du point de vue de la productivité, une bonne part de l'industrie pourrait tolérer un taux de change plus élevé, si on la compare avec les fabricants basés au Canada dans d'autres industries. Par ailleurs, c'est une industrie qui est à ce point intégrée que 90 p. 100 de nos produits sont exportés, et que 99 p. 100 le sont aux États-Unis. L'impact de la fluctuation du taux de change Canada-États-Unis est marqué, et je crois que les données le confirment.

Durant la deuxième moitié des années 90, notre excédent commercial au chapitre des produits de l'automobile était de l'ordre de 20 milliards de dollars par année. Cette année, nous entrevoyons sept ou huit milliards de dollars, peut-être, à ce chapitre. Cela aura des répercussions sur l'ensemble de notre situation liée au compte courant. On ne peut pas attribuer tout ça au dollar. Ce qui s'est produit cette année est important.

**Le sénateur Day:** Messieurs, je commence par le commentaire de M. Carmichael selon lequel nous ne devrions pas abandonner le débat sur l'adoption d'une monnaie commune. Au lieu de la monnaie commune, je serais intéressé à entendre vos commentaires sur l'idée de fixer la monnaie à un pourcentage donné et sur la proposition de M. Stanford de la fixer à environ 72 cents et d'utiliser l'écart du taux de change pour la maintenir à ce niveau; ou envisageriez-vous de fixer les taux d'intérêt et de les utiliser pour contrôler l'inflation? M. Stanford a essentiellement dit qu'il fallait oublier l'idée de miser sur les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, que l'écart est un élément plus important. C'est ce que j'ai compris de ses commentaires.

**M. Carmichael:** Si je croyais que nous pouvions fixer le dollar canadien à 72 cents, qu'il resterait fixe et stable, je dirais que ce serait probablement une bonne idée et que nous devrions le faire. Toutefois, l'expérience internationale semble montrer que les taux de change fixes, au Canada ou dans d'autres pays, finissent par

in Canada or in other countries, come under pressure and eventually do not hold. Sometimes, they lead to exchange crises that lead to great destabilization in the economies in question.

That is even true for a country like Argentina, which adopted the U.S. dollar as its currency but became unstable and could not hold on to the peg they set. At the moment, you might say that the same thing is happening with China and with Hong Kong, that is, that their currency pegged to the U.S. dollar is something that cannot hold.

I not have a problem with 72 cents. Right now, it is a better level than 61. It is a better level than 75. If we could go there, pin it there and it would stay, that would be fine. International experience has shown that the only way markets will accept that something is really fixed is if you do what they have done in Europe — in other words, adopt a common currency and pledge yourself to that. It is still always true that a country could decide at some future point that it wants out. However, if markets have gone to a stage of converting to a common currency, obviously the problem for us is that we have one big player in the United States that is not really interested in us, or Mexico. That makes the whole common currency idea more difficult.

I still believe that just because the currency has moved up it does not mean that we should drop this whole idea of whether or not it is a good thing for Canada. In the context of your hearings and looking ahead 10 years for how Canada-U.S. free trade and NAFTA is going to play out, vis-à-vis the best arrangement for trade to be stable and a positive force for Canada we should be looking over a longer-term horizon to how we could come to some kind of agreement among the three countries to arrive at a stable exchange rate. I have a paper here that goes through some suggestions of how you might get there if all three parties thought it was a good idea. It is obviously not an easy thing to do and it will not happen tomorrow.

**Mr. Stanford:** Senator, I am in accordance with the consensus view among most economists that a fixed exchange rate is actually the worst of both worlds. You lose the shock-absorbing capability of a flexible exchange rate, but you actually do not gain the sort of long-run institutional security and stability in financial markets that a formal currency union would have. Therefore, I am not advocating fixing the exchange rate at 72 cents. This is just a benchmark level upon which the Bank of Canada needs to balance its targeting. Yes, by all meanings look at inflation and the state of the domestic economy, but look at the exchange rate as well as one of the factors when you make your decision. That is why I believe a broader and more flexible monetary policy rule, rather than the strict inflation-targeting thing, is actually the more pragmatic and prudent approach.

In terms of the common currency issue, the thing to remember in North America is that, first, even if there were a common currency rather than dollarization, it, in effect, is the same as dollarization. Canada and a common currency might get one seat on the Federal Reserve Board, and that would give us as much

crouler sous la pression. Ils mènent parfois à des crises de change qui mènent à une grande déstabilisation des économies concernées.

Cela s'applique même à un pays comme l'Argentine, qui a adopté le dollar américain comme monnaie, mais qui est devenu instable et qui n'a pu s'accrocher au taux qu'il avait fixé. À l'heure actuelle, on pourrait affirmer que la même chose se produit avec la Chine et Hongkong, c'est-à-dire que leur monnaie rattachée au dollar américain ne tiendra pas le coup.

Je n'ai rien contre le taux à 72 cents. Aujourd'hui, c'est mieux que 61. C'est mieux que 75. Si nous pouvions aller de l'avant, fixer le taux à 72 et savoir qu'il y resterait, ce serait bien. Par contre l'expérience internationale montre que la seule façon de faire accepter aux marchés que quelque chose est vraiment fixe, c'est de faire ce qu'ils ont fait en Europe — autrement dit, adopter une monnaie commune et s'engager à la maintenir. Néanmoins, il est encore vrai qu'un pays peut décider ultérieurement de s'en détacher. Toutefois, si les marchés ont évolué vers l'adoption d'une monnaie commune, il est évident que, pour nous, le problème tient au fait que nous avons affaire à un pilier, soit les États-Unis, qui ne s'intéresse pas vraiment à nous, ni au Mexique. Cela rend toute l'idée d'une monnaie commune plus difficile.

Je crois toujours qu'il ne faut pas abandonner cette réflexion sur ses avantages ou désavantages pour le Canada, jusque parce que la valeur du dollar a augmenté. Dans le contexte de vos audiences, et lorsqu'on envisage les dix prochaines années au chapitre du libre-échange canado-américain et de ALENA, afin de trouver une formule optimale permettant de faire du commerce une force stable et positive pour le Canada, nous devrions tenter de déterminer, à long terme, comment nous pourrions en arriver à une entente avec les deux autres pays en vue de fixer un taux de change stable. J'ai ici un document fournissant quelques suggestions qui vous permettraient peut-être d'y arriver si les trois parties aimaient l'idée. Ce n'est évidemment pas une chose facile à faire, et cela ne se produira pas du jour au lendemain.

**M. Stanford:** Sénateur, je fais partie de la majorité d'économistes qui croit qu'un taux de change fixe nous ferait perdre sur tous les tableaux. On perd la capacité d'adaptation du taux de change souple, sans pour autant acquérir sur les marchés financiers la sécurité et la stabilité institutionnelles à long terme que procurerait une union monétaire officielle. Par conséquent, je n'appuie pas l'idée de fixer le taux de change à 72 cents. Ce n'est qu'un repère permettant à la Banque du Canada d'équilibrer ses cibles. Certes, il est important de se pencher sur l'inflation et sur l'état de l'économie nationale, mais n'oubliez pas d'examiner aussi le taux de change au moment de prendre votre décision, car il s'agit aussi d'un facteur important. Voilà pourquoi j'estime qu'il est plus pragmatique et plus prudent d'adopter une politique monétaire plus large et plus souple, au lieu de s'en ternir strictement à une stratégie fondée sur une cible d'inflation.

Pour ce qui est de la monnaie commune, il ne faut pas perdre de vue qu'en Amérique du Nord, tout d'abord, même si on adoptait une monnaie commune au lieu de recourir à la dollarisation, ce serait, de fait, la même chose que la dollarisation. Avec une monnaie commune, le Canada aurait

sway as the Midwest or the North Central region or California — God help us — over what happens in the U.S. Realistically though, the Americans will not cede any control over their monetary policy to foreigners.

It is really a question of dollarization — us unilaterally accepting the U.S. dollar as our currency or sticking with what we have and, again, the international evidence points strongly to the latter.

**Senator Graham:** Could we have Mr. McCracken's views on a common currency?

**Mr. McCracken:** I am more practical. If it is at parity and they are prepared to pay it, as when the East Germans got taken over by West Germany, then that is a good deal. We would all become roughly 30 to 40 per cent richer if we have assets at all.

The reality is that acceptance of a common currency is not the end game. It is a step involving integration in lots of other areas. Do not forget that in the case of Europe there is a common parliament. There are rules and regulations that spread across the entire union. There is an economic union. There is freedom of mobility of people, at least for work purposes.

There are many other aspects as well. If you want to talk about "a common currency," you want to talk about whether we want to have a common Senate, for example, whether we will essentially erase the borders, with no pay adjustments, of course. Those are the tricky issues that come up and it is the kind of thing that is not done overnight. It is done overnight only when the stress is there, but it took Europe 30 years, 40 years, and it is still going on, to complete the process they are going through.

In the meantime, we ask the question, and I thought quite nicely as raised by Mr. Carmichael, we have this variance, this exchange rate jumping around. If there is one group in this country that are supposed to be wizards and that can cope with variation, it is our financial geniuses in the banks and major exporters and importers. These are all big puppies. They can sit down and make a forward contract to lock in an exchange rate — one year, two years, three years; I do not know how many years forward now they can do it. They are unhappy they did not do it in some cases at the moment, but that is their financial fault. There are big players. They can handle variation.

If out of that variation we also can get adjustments taking place in the trade flow, which means not just on our side but in other countries adjusting for what has been set up by that change in the exchange rate as well, then that is probably a rough justice or a good compromise over a situation in which we would have to take all of the heat from an external shock. I think that is Mr. Stanford's point, and most other economists are saying that we think that a flexible exchange rate system is a good shock absorber.

peut-être un siège au Federal Reserve Board, et cela nous donnerait autant de poids que le Midwest ou la région du Nord central ou la Californie — Dieu du ciel — pour ce qui est de décider ce qui se produit aux États-Unis. Toutefois, il n'est pas réaliste de s'attendre à ce que les Américains cèdent à des étrangers une part de contrôle sur leur politique monétaire.

C'est vraiment une question de dollarisation —soit que nous adoptions unilatéralement le dollar américain, soit que nous restions avec le dollar canadien. Je le répète: l'expérience à l'échelle internationale appuie fortement la deuxième option.

**Le sénateur Graham:** Pourrions-nous entendre le point de vue de M. McCracken sur l'adoption d'une monnaie commune?

**M. McCracken:** Je suis plus pragmatique. S'il y a parité monétaire et qu'ils sont disposés à en assumer le coût, comme lorsque l'Allemagne de l'Ouest a pris le contrôle de l'Allemagne de l'Est, alors c'est un bon marché. Nous serions tous environ de 30 à 40 p. 100 plus riche si nous avions des actifs.

En réalité, l'acceptation d'une monnaie commune n'est pas une fin en soi. C'est une étape qui suppose l'intégration de nombreux autres aspects. N'oubliez pas que, dans le cas de l'Europe, il y a un parlement commun. Il y a des règles qui s'appliquent à l'échelle de l'Union. Il y a une union économique. Les gens sont libres de circuler d'un pays à l'autre, du moins professionnellement.

Cela touche de nombreux autres aspects. Lorsqu'on envisage une «monnaie commune», il faut se demander si on veut, par exemple, un sénat commun, si on est disposé, essentiellement, à effacer les frontières et, bien sûr, à renoncer aux redressements de paiement. Cela soulève des enjeux délicats, et c'est le genre de chose qu'on ne fait pas du jour au lendemain. On ne le fait du jour au lendemain que lorsqu'on est en crise, mais l'Europe a mis 30 ans, 40 ans, pour faire démarrer le processus, et il se poursuit.

En attendant, nous posons la question, tel que soulevée par M. Carmichael, de belle façon, selon moi, concernant cette variation du taux de change. S'il y a un groupe au pays qui est censé être composé de magiciens pouvant composer avec ces variations, c'est celui de nos génies financiers dans les banques ainsi que les grands importateurs et exportateurs. Ce sont tous des piliers. Ils ont la possibilité d'établir un contrat à terme qui fixe le taux de change —un an, deux ans, trois ans; j'ignore pendant combien d'années ils peuvent le fixer. Ils sont mécontents de ne pas l'avoir fait dans certains cas, mais c'est leur responsabilité financière. Ce sont de gros intervenants. Ils peuvent composer avec les variations.

Si ces variations nous permettent aussi d'obtenir des redressements au chapitre du flux des échanges commerciaux, pas seulement de notre côté, mais aussi pour d'autres pays qui s'adaptent aussi à cette fluctuation du taux de change, alors c'est probablement un bon compromis qui nous éviterait tous les contrecoups d'un choc externe. Je crois que c'est ce qu'avance M. Stanford, et la plupart des autres économistes disent qu'un système fondé sur un taux de change souple permet de mieux absorber les chocs.

On given days, we pray that we would accept the U.S. monetary policy and, my God, we would sign up and run. There has to be, with hope, some other days in our future where we will be glad that we have the monetary policy that we have here, in contrast to what is there in the United States.

Stick with a flexible exchange rate. Canada led the world in that regard in the post-war period, with the flexible exchange rate from 1950 through 1961. It stood us well. We subsequently went back to it in 1970 alone. Again, it stood us well. We were forced off the fixed rate we had in the 1960s, and then the world moved to flexible rates in the 1972-73 period.

We have something that is a winner. We should focus our attention more on what are the rules by which we want to conduct monetary policy. What are the objectives and goals of our society? Surely we can do better than focus simply on the CPI.

**The Chairman:** The common currency is a really another story.

We are trying to keep our focus on Canada-U.S. trade. With respect to the common currency issue — I know Argentina very well. Ecuador is another country that is dollarized, and it is a fiasco. It seems to work in small places like Panama, Hong Kong, Singapore, and places like that. As we all know, not every country in Europe wants to be part of the euro. The deficit problem in Germany and France may well have a negative effect on that scene. However, that is not what we are here for. In 1988, about 76 per cent of our exports went to the United States. That figure is now about 86 per cent. It has risen by 10 per cent approximately.

When we talk about foreign direct investment, the fastest growing foreign direct investment comes from the European Union, I believe. It is growing quite rapidly.

Let me just concentrate for a moment on our exports. It sounds to me that you are saying things similar to what our witnesses yesterday said. The exchange rate went up to 88 cents or 90 cents, and then went down to 64 cents or 63 cents, as low as 61 cents, but very briefly. You would expect that if that happened our exports would increase. Everyone seems to agree that they would increase. I guess the question is by how much and whether that reflects much of that 10 per cent. Is much of that 10 per cent reflected in the exchange rate? If the exchange rate starts to go up — Mr. Carmichael talked about the Americans giving up the strong dollar policy, and there are all kinds of other side elements to it — to what extent is that going to affect our exports? Not to exaggerate, but would they go back down to 76 per cent, which is what they were in 1988? Is that a possibility?

Certains jours, nous prions que la politique monétaire américaine soit acceptée ici, et, mon Dieu, nous embarquerions et partirions sans mot dire. Il y aura, j'espère, d'autres jours où nous serons heureux d'avoir la politique que nous avons actuellement, par rapport à celle des États-Unis.

Maintenez le taux de change souple. Le Canada a montré la voie aux autres pays pendant la période de l'après-guerre, avec le taux de change souple qu'il a appliqué de 1950 à 1961. Il nous a bien servi. Nous y sommes ensuite revenus, seuls, en 1970. Encore une fois, il nous a bien servi. Nous avons dû abandonner le taux fixe que nous avons adopté pendant les années 60, et ensuite, le monde est passé aux taux souples pendant la période de 1972-1973.

Nous avons une formule gagnante. Nous devrions plutôt faire porter notre attention sur les règles que nous souhaitons appliquer à la politique monétaire. Quels sont les objectifs et les buts de notre société? Nous pouvons sûrement faire mieux que de nous attacher simplement à l'IPC.

**Le président:** La monnaie commune, c'est une tout autre affaire.

Nous tentons de nous attacher au commerce canado-américain. Pour ce qui est de la question de la monnaie commune — je connais très bien le cas de l'Argentine. L'Équateur est un autre pays qui a adopté le dollar américain, et c'est un fiasco. La dollarisation semble fonctionner sur des territoires plus réduits, comme Panama, Hongkong, Singapour et des endroits comme ça. Comme nous le savons tous, tous les pays d'Europe ne veulent pas souscrire à l'euro. Le problème de déficit de l'Allemagne et de la France pourrait fort bien miner ce processus. Mais ce n'est pas ce que nous envisageons aujourd'hui. En 1988, environ 76 p. 100 de nos exportations allaient aux États-Unis. Ce chiffre est maintenant à environ 86 p. 100. C'est une hausse d'environ 10 p. 100.

Au chapitre de l'investissement étranger direct, je crois que l'investissement étranger direct qui connaît la croissance la plus rapide provient de l'Union européenne. La croissance se fait plutôt rapidement.

Laissez-moi me concentrer un moment sur nos exportations. J'ai l'impression que vous dites des choses comparables à ce que nous ont dit nos témoins d'hier. Le taux de change a augmenté jusqu'à 88 cents ou 90 cents, et est tombé à 64 cents ou 63 cents, même jusqu'à 61 cents, mais très brièvement. On s'attendrait à ce qu'une telle baisse occasionne une hausse de nos exportations. Tout le monde semble s'entendre sur le fait qu'elles augmenteraient. Il ne reste, je suppose, qu'à se demander à quel point elles augmenteraient, et si cette augmentation de 10 p. 100 reflète la variation du taux de change. Est-ce qu'une part importante de ces 10 p. 100 est reflétée dans le taux de change? Si le taux commence à monter — M. Carmichael a parlé de l'abandon éventuel de la politique américaine fondée sur un dollar fort, et cela renvoie à une foule d'éléments connexes —, dans quelle mesure cela influera-t-il sur nos exportations? Je ne veux pas me montrer pessimiste, mais est-ce qu'elles retomberaient à 76 p. 100, comme en 1988? Est-ce une possibilité?



**Mr. Carmichael:** I will send to the committee a chart I have that looks at Canada's real exchange rate against our real net exports. I shall describe what it says. When the Canadian dollar was at its high point, at the 88- 89-cent level, Canada's real net exports were in a deficit position of about 2 per cent of GDP. When the Canadian dollar got to its low point, we were up in the 5 per cent to 6 per cent of GDP surplus. We went from a 2 per cent of GDP deficit over a period of seven or eight years to a 6 per cent of GDP surplus.

Mr. Stanford's information on the auto industry is part of this story. We have already started turning that around. We have gone from 5 per cent or 6 per cent of GDP to 4 per cent. Where we are heading at the current exchange rate level I think is down to 2 per cent. This means that this is not just a story of exports. It means that, in going from a deficit of 2 per cent to a surplus of 6 per cent, our exports were growing faster than our imports throughout that entire period. We will now go into a period where our exports will be growing slower than our imports. Imports are cheaper for Canadians. We can buy more U.S. product today with our \$100 Canadian than six months ago. Hence, we will be importing more. The growth of our imports will be higher than the growth of exports. Our net trade position will deteriorate, and it really depends on how high the dollar goes. If it goes back to 89 cents, we will probably go all the way back to a minus 2 per cent of GDP real export deficit. That would act as a major drag on the Canadian economy over a period of several years, just as moving from minus two to plus five was a major boost to the Canadian economy — which is what Mr. Stanford's presentation talked about.

**Mr. McCracken:** If you are interested, I can send a table outlining the more precise numbers of what our models would say of an effect of an appreciation or depreciation after two, five or 10 years, and so on.

The story is a simple one. If you have a 10 per cent appreciation or depreciation, and if you think it is symmetrical, then you are going to get a change in exports down. Let us assume that we are talking about, say, a 10 per cent appreciation, you will lose something on the order of about 2 per cent on your real exports. Over time, that will be less, perhaps something in the order of 1 per cent after five or six years. Keep in mind that what is happening is that your wages are growing less rapidly, your unit labour costs are coming down, you are restoring some competitiveness loss in a period of an appreciating exchange rate.

On the import side, the much bigger story is happening. There you would see a 4 per cent real increase from a 10 per cent appreciation. If you want to see it in current dollars, as a rough rule of thumb you would get a deterioration in the current account of about 1 per cent of GDP after two or three years, about \$10 billion in the current world, from a 10 per cent appreciation. If you want to flip it the other way, if you had a

**M. Carmichael:** J'acheminerais au comité un tableau qui compare le taux de change réel du Canada à ses exportations nettes réelles. Voici ce que le tableau révèle: quand le dollar canadien a atteint son sommet de 88-89 cents, les exportations nettes réelles du Canada étaient en position déficitaire, et correspondaient à environ 2 p. 100 du PIB. Quand le dollar canadien s'est retrouvé dans le creux de la vague, elles étaient en position d'excédent, et correspondaient à 5 ou 6 p. 100 du PIB. Ainsi, en sept ou huit ans, nous sommes passés d'une situation déficitaire correspondant à 2 p. 100 du PIB à une situation d'excédent correspondant à 6 p. 100 du PIB.

L'information fournie par M. Stanford sur l'industrie automobile fait partie de cette histoire. Nous avons déjà commencé à faire changer cette situation. Nous sommes passés de 5 ou 6 p. 100 du PIB à 4 p. 100. Avec le taux de change actuel, je crois que nous tomberons à 2 p. 100. Cela signifie qu'il ne faut pas seulement se pencher sur les exportations. Cela signifie que, en passant d'un déficit de 2 p. 100 à un surplus de 6 p. 100, nos exportations ont connu une croissance plus rapide que nos importations pendant l'ensemble de cette période. Nous nous dirigeons maintenant vers une période où nos exportations connaîtront une croissance plus lente que nos importations. Les importations sont moins coûteuses pour les Canadiens. Aujourd'hui, nous pouvons acheter davantage de produits américains avec 100 \$ canadiens qu'il y a six mois. Nous allons donc importer davantage. La croissance de nos importations sera supérieure à celle des exportations. Notre situation commerciale nette se détériorera, et cela tient vraiment à l'ampleur de la croissance de la valeur du dollar canadien. Si le dollar remonte à 89 cents, nous reviendrons probablement à un déficit des exportations réelles correspondant à 2 p. 100 du PIB. Cela nuirait grandement à l'économie canadienne pendant plusieurs années, tout comme le fait de passer de moins deux à plus cinq donnerait de fouet à l'économie canadienne — et c'est de cela que parlait M. Stanford.

**M. McCracken:** Si cela vous intéresse, je peux vous acheminer un tableau qui décrit de façon plus détaillée ce que nos modèles prédiraient en ce qui concerne les effets d'une appréciation ou d'une dépréciation après deux, cinq ou dix ans, et ainsi de suite.

L'histoire est simple. S'il y a une appréciation ou une dépréciation de 10 p. 100, et si on croit qu'elle est symétrique, il y aura donc une variation des exportations. S'il y a une baisse de l'ordre de, disons, 10 p. 100, on perdra environ 2 p. 100 au chapitre des exportations réelles. Avec le temps, la perte sera moindre, peut-être de l'ordre de 1 p. 100, après cinq ou six ans. Il ne faut pas perdre de vue que, pendant cette période, les salaires augmentent moins rapidement, et les coûts unitaires de la main-d'œuvre baissent, de sorte qu'on récupère une certaine compétitivité lorsque le taux de change augmente.

C'est du côté de l'importation que se passe le gros de l'histoire. Il y aurait une augmentation réelle de 4 p. 100 à la suite d'une appréciation de 10 p. 100. Si vous voulez l'envisager en dollars courants, en règle générale, on obtiendrait une détérioration du compte courant de l'ordre de 1 p. 100 du PIB après deux ou trois ans, soit environ 10 milliards de dollars dans le monde actuel, après une appréciation de 10 p. 100. L'envers de la médaille, c'est

30 per cent depreciation over that period, you might attribute something like 3 percentage points of the increased current account surplus to the depreciation. The balance, you could attribute, positive or negative, to the net effects of your trade agreements, because that is the other thing of course that is going on over this period, as well as a number of other factors. All we are doing here is holding everything else constant and changing the exchange rate.

We have a study forthcoming. One reason we are doing it is that we want to see the effect of putting in different interest rate rules. If the Bank of Canada acts in a sensible way, we believe that will tend to mitigate the adverse effects of the exchange rate swings. If that would be of help to you in sorting this out, I would be happy to provide it in a simple set of rules of thumb.

**The Chairman:** I have to make one observation. A trade agreement does not mean that we have just agreed to buy 60,000 pairs of shoes. It means that it is an environment in which to buy shoes. The agreement itself does not guarantee anyone buying or selling anything.

**Mr. Stanford:** Your initial question, senator, was focused on the composition of our exports rather than the aggregate level of them per se. On that subject, while the current appreciation will put downward pressure on exports, stimulate imports and reduce the trade balance, ultimately into the red if it carries on far enough, I am not sure it will have much of an impact in reversing that concentration of our trade with the U.S. as our main trading partner. Structurally, in the 15 years since the Canada-U.S. free trade agreement came into effect, it would tend to be quite resistant. The fact that our dollar is rising against the U.S. dollar but not so much against other countries in and of itself will lessen the negative impact of the appreciation on our exports to those other countries.

On the whole, structurally, in terms of management outlook, the degree of integration and supply relationships, I suspect that the era in which 90 per cent of our trade is with the United States is probably here to stay, regardless of where the dollar goes.

**Senator Sparrow:** This relevance may be important. I cannot remember the year but the Governor of the Bank of Canada was probably Mr. Crow. We were continually, almost frantically, buying up the Canadian dollar as it continued to drop in value in an effort to boost its value. We have not done that in the last few years. What has happened? What is the change of attitude such that that does not happen any longer?

**Mr. Carmichael:** The most recent incident of that was in 1998. During the period of the Asian crisis and the Russia default, the Canadian dollar fell not to a record low but sharply. The Bank of Canada at that time was still intervening in the foreign exchange market by buying Canadian dollars when it was experiencing severe weakness. During the space of one month, in August 1998,

que s'il y a une dépréciation de 30 p. 100 pendant cette période, on pourrait attribuer environ trois points de pourcentage de l'excédent du compte courant à la dépréciation. Le reste, qu'il soit positif ou négatif, pourrait être attribué à l'impact net de vos accords commerciaux, car c'est l'autre facteur, bien sûr, qui agit pendant cette période, ainsi qu'un certain nombre d'autres facteurs. Tout ce que nous faisons ici, c'est de tout garder constant et de changer le taux de change.

Nous procédons actuellement à une étude. Nous le faisons en partie parce que nous voulons examiner l'effet de l'application de diverses règles aux taux d'intérêt. Si la Banque du Canada agit de façon sensée, nous croyons qu'elle aura tendance à atténuer les effets néfastes de la fluctuation du taux de change. Si cela est susceptible de vous aider à examiner tout cela, je serai heureux de vous fournir un ensemble de règles générales simples.

**Le président:** J'aimerais ajouter un commentaire. Un accord commercial ne signifie pas qu'on s'engage à acheter 60 000 paires de chaussures. Il s'agit tout simplement d'un environnement dans lequel on achète les chaussures. En soi, l'accord ne garantit aucunement qu'on achètera ou qu'on vendra quoi que ce soit.

**M. Stanford:** Votre question initiale, sénateur, mettait l'accent non pas sur le niveau global de nos exportations, mais bien sur leur composition. À cet égard, même si l'appréciation actuelle exercera des pressions à la baisse sur l'exportation, stimulera l'importation et réduira la balance commerciale, jusqu'au déficit si elle dure assez longtemps, je ne suis pas certain que son impact irait jusqu'à modifier la concentration de nos échanges commerciaux avec les États-Unis, notre principal partenaire commercial. Structurellement, au cours des 15 ans depuis l'entrée en vigueur de l'accord de libre-échange canado-américain, il aurait tendance à être plutôt résistant. Le fait que notre dollar acquière de la valeur par rapport au dollar américain, mais pas vraiment par rapport à la devise d'autres pays, réduira les répercussions de l'appréciation sur nos exportations vers d'autres pays.

Dans l'ensemble, structurellement, compte tenu des perspectives de gestion, du niveau d'intégration et des relations au chapitre de l'approvisionnement, je soupçonne que la tendance selon laquelle 90 p. 100 de nos échanges commerciaux sont avec les États-Unis est probablement ici pour de bon, quelle que soit la valeur de notre dollar.

**Le sénateur Sparrow:** Cette pertinence est peut-être importante. Je ne me souviens pas en quelle année, mais le gouverneur de la Banque du Canada était probablement M. Crow. Nous tentions continuellement, presque frénétiquement, d'acheter des dollars canadiens afin d'en contrer la baisse et d'en accroître la valeur. Nous n'avons pas fait cela au cours des dernières années. Que s'est-il produit? Quel est le changement d'attitude qui nous pousse à ne plus faire cela?

**M. Carmichael:** La dernière fois que nous avons fait cela, c'était en 1998. Pendant la période de la crise asiatique et du défaut de paiement de la Russie, le dollar canadien a connu une chute non pas record, mais marquée. À l'époque, la Banque du Canada tentait encore d'intervenir sur le marché des devises en achetant des dollars canadiens lorsque la devise s'affaiblissait

the Bank of Canada used up about \$5 billion of its foreign exchange reserves to virtually no effect. If there were a measurable diminution of the weakness of the Canadian dollar, it was impossible to know. They had about \$30 billion in U.S. foreign exchange reserves. That would have meant that, at that rate, the Bank of Canada could have continued buying up Canadian dollars for six months. It still would not have had a great effect.

After that, the Bank of Canada put out a notice that said they would no longer intervene in foreign exchange markets to try to smooth out the value of the Canadian dollar. All of our studies have demonstrated that it is not effective and that foreign exchange markets are too large. The flows of foreign exchange markets are too big for the Bank of Canada to have a material impact.

We heard one week ago that the Bank of Japan spent U.S. \$40 billion in the month leading up to September 26 to try to keep the yen from appreciating against the U.S. dollar. Similarly, it had no effect. I believe the Bank of Canada will not re-enter that game and I do not think they should.

**Mr. McCracken:** They have other instruments, and do not forget that they can also use interest rates. They do not use their actual buying and selling but rather they set interest rates higher in Canada than in the U.S. That will attract sufficient private-capital flows into the country to more than create the suitable upward pressure on the exchange rate. They do not use the reserves any longer because they have more effective instruments, and they do not have enough reserves.

**Senator Sparrow:** It does not move the interest rate as rapidly.

**Mr. McCracken:** The Bank of Canada can move the rate up quickly.

**Senator Sparrow:** Is the effect slower?

**Mr. McCracken:** No, I think it is quicker because they are motivating more dollars — \$20 billion to \$50 billion — over the transom very quickly. The sheer magnitude is that we trade several hundred billion dollars per year and capital flow movements are in the order of a \$1 trillion. That is about five times the flows in both directions. All the action is on the capital flow side, and they are all seeking two, three, five or 10 additional basis points of return. It is a highly sensitive market.

**The Chairman:** I thank you for a stimulating evening.  
The committee adjourned.

gravement. En un mois, en août 1998, la Banque du Canada a utilisé environ 5 milliards de dollars de sa réserve de change, ce qui n'a eu pratiquement aucun effet. S'il y a eu un renforcement mesurable du dollar canadien, il était impossible de le déterminer. Elle avait environ 30 milliards de dollars dans la réserve de change américaine. Autrement dit, à ce rythme, la Banque du Canada aurait pu continuer à acheter des dollars canadiens pendant six mois. Cela n'aurait tout de même pas eu beaucoup d'effet.

Après cela, la Banque du Canada a émis un avis selon lequel elle n'interviendrait plus sur le marché des devises pour tenter d'équilibrer la valeur du dollar canadien. Toutes nos études montrent que cette pratique n'est pas efficace et que le marché des devises est trop imposant. Les échanges sur le marché des devises sont trop gros pour que la Banque du Canada ait un impact important.

La semaine dernière, nous avons appris que la Banque du Japon avait dépensé 40 milliards de dollars américains au cours du mois qui a précédé le 26 septembre afin d'empêcher le yen de prendre de la valeur par rapport au dollar américain. De même, la mesure n'a eu aucun effet. Je crois que la Banque du Canada ne recourra plus à cette mesure, et je ne crois pas qu'elle doive le faire.

**M. McCracken:** Elle a d'autres instruments, et n'oubliez pas qu'elle peut aussi se servir des taux d'intérêt. Au lieu de recourir à l'achat et à la vente, elle fixe des taux d'intérêt supérieurs à ceux qu'on fixe aux États-Unis. Cela attire plus qu'assez d'apports privés au pays pour exercer une pression à la hausse convenable sur le taux de change. Elle n'utilise plus les réserves, car elle dispose d'instruments plus efficaces, et ses réserves ne sont pas suffisantes.

**Le sénateur Sparrow:** Cela n'influe pas aussi rapidement sur le taux d'intérêt.

**M. McCracken:** La Banque du Canada peut augmenter le taux rapidement.

**Le sénateur Sparrow:** Est-ce que l'effet est plus lent?

**M. McCracken:** Non, je crois que l'effet est plus rapide, car cela attire davantage de dollars d'investissement — de 20 à 50 milliards de dollars — qui traversent la frontière très rapidement. Nos échanges s'élèvent à plusieurs centaines de milliards de dollars par année, et les mouvements de capitaux sont de l'ordre de un billion de dollars. Cela correspond à environ cinq fois le total des mouvements dans les deux directions. Toute l'action a lieu au chapitre du mouvement des capitaux, et tous les intervenants cherchent à obtenir 2, 3, 5 ou 10 points de base de rendement supplémentaires. C'est un marché très sensible.

**Le président:** Je vous remercie de cette soirée fascinante.  
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

**October 7, 2003 meeting:**

*From the Bank of Canada:*

Mr. John Murray, Head of International Department.

*From the Department of Finance Canada:*

Mr. Steven James, Director, Economic Analysis and Forecasting Division.

*From Industry Canada:*

Mr. Someshwar Rao, Director, Strategic Investment Analysis.

**October 8, 2003 meeting:**

*From Informetrica Ltd:*

Mr. Michael McCracken, Chairman.

*From J.P. Morgan Securities Canada:*

Mr. Ted Carmichael, Economist.

*From the Canadian Auto Workers (CAW):*

Mr. Jim Stanford, Economist.

TÉMOINS

**Réunion du 7 octobre 2003**

*De la Banque du Canada:*

M. John Murray, chef, Département des relations internationales.

*Du ministère des Finances du Canada:*

M. Steven James, directeur, Division de l'analyse et des prévisions économiques.

*D'Industrie Canada:*

M. Someshwar Rao, directeur, Analyse des investissements.

**Réunion du 8 octobre 2003**

*D'Informetrica Limitée:*

M. Michael McCracken, président.

*De J.P. Morgan Valeurs Mobilières Canada:*

M. Ted Carmichael, économiste.

*Des Travailleurs et travailleuses canadien(ne)s de l'automobile (TCA):*

M. Jim Stanford, économiste.