



First Session  
Thirty-ninth Parliament, 2006-07

SENATE OF CANADA

---

*Proceedings of the Standing  
Senate Committee on*

## **Banking, Trade and Commerce**

*Chair:*

The Honourable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

---

Wednesday, May 2, 2007

---

**Issue No. 22**

**Thirteenth meeting on:**

The present state of the domestic  
and international financial system

---

WITNESSES:  
(See back cover)

Première session de la  
trente-neuvième législature, 2006-2007

SÉNAT DU CANADA

---

*Délibérations du Comité  
sénatorial permanent des*

## **Banques et du commerce**

*Président :*

L'honorable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

---

Le mercredi 2 mai 2007

---

**Fascicule n° 22**

**Treizième réunion concernant :**

La situation actuelle du régime  
financier canadien et international

---

TÉMOINS :  
(Voir à l'endos)

THE STANDING SENATE COMMITTEE ON  
BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable Jerahmiel S. Grafstein, *Chair*

The Honourable W. David Angus, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Biron	* LeBreton, P.C.
Eyton	(or Comeau)
Fitzpatrick	Massicotte
Goldstein	Meighen
Harb	Moore
* Hervieux-Payette, P.C.	Ringuette
(or Tardif)	Tkachuk
*Ex officio members	
(Quorum 4)	

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES  
BANQUES ET DU COMMERCE

*Président* : L'honorable Jerahmiel S. Grafstein

*Vice-président* : L'honorable W. David Angus

et

Les honorables sénateurs :

Biron	* LeBreton, C.P.
Eyton	(ou Comeau)
Fitzpatrick	Massicotte
Goldstein	Meighen
Harb	Moore
* Hervieux-Payette, C.P.	Ringuette
(ou Tardif)	Tkachuk
*Membres d'office	
(Quorum 4)	

**MINUTES OF PROCEEDINGS**

OTTAWA, Wednesday, May 2, 2007  
(42)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:05 p.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jeremiah S. Grafstein, presiding.

*Members of the committee present:* The Honourable Senators Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Moore, Ringuette and Tkachuk (8).

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

*In attendance:* June Dewetering, Philippe Bergevin and Shahrzad Mobasher Fard, Analysts, Library of Parliament.

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

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Tuesday, May 2, 2006, the committee continued its study of the present state of the domestic and international financial system. (*For the complete text of Order of Reference, see proceedings of the committee, Issue No. 2.*)

**WITNESSES:**

*Bank of Canada:*

David A. Dodge, Governor of the Bank of Canada;

Paul Jenkins, Senior Deputy Governor.

At 4:10 p.m., Mr. Dodge made a statement and, together with the other witness, answered questions.

At 5:30 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

*ATTEST:*

**PROCÈS-VERBAL**

OTTAWA, le mercredi 2 mai 2007  
(42)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 5, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jeremiah S. Grafstein (*président*).

*Membres du comité présents :* Les honorables sénateurs Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Moore, Ringuette et Tkachuk (8).

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

*Également présents :* De la Bibliothèque du Parlement : June Dewetering, Philippe Bergevin et Shahrzad Mobasher Fard, analystes.

*Aussi présents :* Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 2 mai 2006, le comité poursuit son étude de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 2 des délibérations du comité.*)

**TÉMOINS :**

*Banque du Canada :*

David A. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada;

Paul Jenkins, premier sous-gouverneur.

À 16 h 10, M. Dodge fait une déclaration puis, aidé des autres témoins, répond aux questions.

À 17 h 30, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

*ATTESTÉ :*

*La greffière du comité,*

Line Gravel

*Clerk of the Committee*

**EVIDENCE**

OTTAWA, Wednesday, May 2, 2007

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:05 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system.

**Senator Jerahmiel S. Grafstein** (*Chairman*) in the chair.

[*English*]

**The Chairman:** Welcome. We are pleased to have the Governor of the Bank of Canada, Mr. David Dodge, appear today to present his *Monetary Policy Report Update: January 2007*. He is accompanied by his Senior Deputy Governor, Mr. Paul Jenkins. The meeting will be broadcast on CPAC for Canadians from coast to coast to coast, and the witness testimony will reverberate in all the capital markets around the world via the internet.

For the benefit of our listening and viewing audience, pursuant to the Bank of Canada Act, the Bank of Canada has the specific objectives to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation; to control and protect the external value of the national monetary unit; to mitigate, by its influence, fluctuations in the level of production, trade, prices and employment, so far as possible within the scope of monetary action; and to promote the economic and financial welfare of Canada.

In practice, the Bank of Canada conducts monetary policy by adjusting the target for overnight interest rates, with changes in this rate often affecting the banks' prime lending rates as well as mortgage and bond rates, which are important to all consumers.

Mr. Dodge, we are eager to hear your statement and your views on such timely topics as the relative appreciation of the value of the Canadian dollar in recent days; recent spikes in gasoline prices and the implications that this might hold for your next interest rate announcement, which we understand is scheduled for later this month. We are also eager to have your views on another the topic of hedge funds, which is currently before the committee following your encouragement, and on your assessment of domestic and international capital markets in this context. Honourable senators will be interested in your views on regulation and oversight of the hedge fund sector and other issues.

Mr. Dodge, some days ago, we received with regret an announcement that you have decided to retire as the Governor of the Bank of Canada. We are sorry that you are leaving but we are delighted that you will be here for another nine months. This will be your penultimate appearance before this committee. We are always fascinated and taken by your comments and so we welcome you and Mr. Jenkins.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, mercredi le 2 mai 2007

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 16 h 5 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international.

**Le sénateur Jerahmiel S. Grafstein** (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

**Le président :** Bienvenue. Aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir le gouverneur de la Banque du Canada, M. David Dodge, qui nous présentera son document *Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour : Janvier 2007*. Il est accompagné aujourd'hui par le premier sous-gouverneur, M. Paul Jenkins. Grâce à la chaîne CPAC, les délibérations de la réunion seront retransmises à tous les Canadiens d'un océan à l'autre, et seront également disponibles sur tous les marchés financiers du monde par l'entremise d'Internet.

Je veux rappeler à nos auditeurs et téléspectateurs que, conformément à la Loi sur la Banque du Canada, la Banque du Canada a pour vocation de réglementer le crédit et le cours de notre monnaie dans l'intérêt de la vie économique de notre nation, de contrôler et de protéger la valeur de la monnaie nationale sur les marchés internationaux; d'atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de favoriser la prospérité économique et financière économique et financier du Canada.

D'une manière concrète, la Banque du Canada intervient sur le plan monétaire en rectifiant la cible du taux de financement à un jour, ce qui entraîne souvent des répercussions sur le taux préférentiel des banques ainsi que sur les taux hypothécaires et des obligations, choses importantes pour tous les consommateurs.

Monsieur Dodge, il nous tarde de vous entendre partager avec nous vos idées sur des sujets aussi pertinents que l'appréciation très récente du dollar canadien par rapport aux autres devises, la remontée du prix de l'essence et l'incidence éventuelle de cela sur les prochains taux d'intérêt que vous nous annoncerez plus tard ce mois-ci. Nous attendons aussi impatiemment vos propos sur les fonds de couverture, sujet dont nous nous sommes saisis à votre instigation, et par rapport à cela, votre bilan de la situation présente des marchés financiers, tant à l'échelle nationale qu'internationale. Les honorables sénateurs tiennent enfin à connaître vos idées sur la réglementation et la surveillance du secteur des fonds de couverture et sur d'autres sujets encore.

Monsieur Dodge, il y a quelques jours, nous apprenions avec regret que vous allez quitter votre poste de gouverneur de la Banque du Canada. Vous allez nous manquer, mais nous sommes tout de même ravis de savoir que vous demeurez en poste pendant encore neuf mois. C'est donc l'avant-dernière fois que vous témoignez devant notre comité. Nous sommes toujours captivés et impressionnés par vos propos et vous souhaitons donc la bienvenue, ainsi qu'à M. Jenkins.

Before we proceed, I will introduce senators at the table today: my distinguished Deputy Chairman Angus, from Montreal; Senator Johnson, from Manitoba; Senator Moore, from Nova Scotia; and Senator Biron, from Quebec. Other senators will join us soon.

**David A. Dodge, Governor of the Bank of Canada, Bank of Canada:** Thank you very much, Mr. Chairman, and good afternoon, senators. As always, it is a great pleasure to be here. We truly appreciate your giving us this opportunity to meet with the committee twice each year following the release of our *Monetary Policy Report* and *Monetary Policy Report Update*. Through this committee to all Canadians, we hope that we can keep people informed of the bank's views on the economy, on the objective of monetary policy and on the actions that we take to achieve our goals.

[Translation]

When Mr. Jenkins and I appeared before your committee last October, we noted then that the outlook for growth in the Canadian economy had been revised down slightly from earlier expectations.

In our latest monetary policy report, which we released last Thursday, we noted that Canada's economic growth did indeed slow, but recently, inflation has been higher than expected.

After considering the full range of indicators, the bank now judges that the Canadian economy was operating just above its production capacity in the first quarter of this year. We expect that, over the projection horizon, domestic demand will continue to be the main driver of growth in Canada.

With the U.S. slowdown now expected to be somewhat more prolonged than previously projected, net exports should exert a slightly greater drag on Canada's growth in 2007.

The Canadian economy is now projected to grow by 2.2 per cent in 2007 and 2.7 per cent in both 2008 and 2009. This would return the economy to its production capacity in the second half of 2007 and keep it there through 2008 and 2009.

[English]

Core inflation should remain slightly above 2 per cent in the coming months, given pressures on capacity and the impact of higher core food prices. With the economy projected to return to its production capacity in the second half of this year, and with further easing of pressures from housing prices, upward pressure on core inflation is expected to moderate, bringing core inflation back to 2 per cent by the end of 2007.

Avant de commencer, je vais présenter les sénateurs ici présents : mon distingué collègue et vice-président, le sénateur Angus, de Montréal; le sénateur Johnson, du Manitoba; le sénateur Moore de la Nouvelle-Écosse et le sénateur Biron, du Québec. D'autres sénateurs viendront se joindre à nous très bientôt.

**David A. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, Banque du Canada :** Merci beaucoup, monsieur le président et bonjour, mesdames et messieurs les sénateurs. Comme toujours, c'est avec grand plaisir que nous sommes parmi vous. Nous apprécions la possibilité que nous avons de vous rencontrer, habituellement deux fois l'an, à la suite de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de la *Mise à jour sur la politique monétaire*. Nous espérons que ces séances nous aideront à bien renseigner les sénateurs, et par votre entremise, tous les Canadiens, au sujet de notre point de vue sur l'économie, de l'objectif de la politique monétaire et des mesures que nous prenons pour l'atteindre.

[Français]

Lorsque M. Jenkins et moi sommes venus vous rencontrer en octobre dernier, nous vous avons mentionné que la Banque du Canada avait revu légèrement à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne par rapport à sa projection antérieure.

Dans la plus récente livraison de notre rapport sur la politique monétaire, que nous avons publié jeudi dernier, nous indiquons que la croissance économique au Canada a bel et bien ralenti, mais que dernièrement, l'inflation a été plus élevée que prévu.

Après avoir examiné l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tenait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de cette année. Nous prévoyons qu'au cours de la période de projection, la demande intérieure restera le principal moteur de l'expansion au Canada.

Comme on s'attend maintenant à ce que le ralentissement aux États-Unis dure un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord prévu, les exportations nettes devraient freiner un peu plus la croissance, en 2007.

La Banque estime que l'économie canadienne progressera de 2,2 p. 100 en 2007, et de 2,7 p. 100 en 2008 et en 2009. L'économie retournera à son potentiel dans la deuxième moitié de cette année et y restera tout au long de 2008 et 2009.

[Traduction]

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer un peu au-dessus de 2 p. 100 au cours des prochains mois, étant donné les pressions sur la capacité de production et l'incidence de l'augmentation des prix des aliments inclus dans l'indice. Toutefois, puisque l'économie devrait retourner à son potentiel au second semestre de cette année et que les pressions dues aux prix des logements devraient s'atténuer davantage, on s'attend à ce que la pression à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence diminue et à ce que celle-ci redescende à 2 p. 100 d'ici la fin de 2007.

Total CPI inflation is projected to rise above the 2 per cent inflation target in the second half of this year, peaking below 3 per cent near the end of 2007, before returning to target by mid-2008.

We at the bank continue to judge that the risks to our inflation projection are roughly balanced although there is now a slight tilt to the upside. Last Tuesday, as you are aware, we left our key policy rate unchanged at 4.25 per cent, and we judged that at the current level the policy interest rate is consistent with achieving the inflation target over the medium term.

Mr. Jenkins and I will now be happy to answer your questions and have our usual very good discussion with you.

**The Chairman:** Governor, thank you very much. I will start the questions with our distinguished deputy chairman, Senator Angus from Quebec. Governor, we have a long list of questioners and I know you have to be out of here within 75 minutes. I would urge senators to make their questions sharp and cogent, and Governor, you could respond in kind. We believe in reciprocity.

**Senator Angus:** Welcome, Governor and Deputy Governor. I, too, look forward to these séances with you folks at least twice a year. I always learn a heck of a lot from them and I know I will again today.

In the context of the chair's remarks about your retirement, all I know is that nine months is long time in public life, and I do not want to focus on your going at all. There is so much that is relevant, and we are interested in hearing your thoughts. We do not want to focus on the future, but the here and now.

I have two quick questions and then one that might generate more discussion. I was quite disappointed to read in the press today Alberta has said that it is officially against a single national securities regulator. That statement was made through the premier, apparently in contradiction to the advice of his financial advisors.

In earlier séances, we have discussed how not having a single national securities regulator is an impediment to productivity in Canada. It is a glitch in an otherwise pretty good financial services system. I just wondered if you had any particular comment on that particular situation.

**Mr. Dodge:** Senator, I think one ought to be very careful about jumping to too many conclusions on press reports, and what will happen in the future. We all recognize that a national single system of securities regulation would be a great advantage. It has to be the right system, the right regulations and the right set of

L'inflation mesurée par l'IPC global, quant à elle, devrait monter au-dessus de la cible de 2 p. 100 au second semestre de 2007 et culminer sous les 3 p. 100 vers la fin de l'année, avant de revenir à la cible d'ici le milieu de 2008.

La Banque considère encore que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants. Mardi dernier, la Banque a décidé de maintenir son taux directeur à 4,25 p. 100. La Banque juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

Monsieur le président, c'est avec plaisir que M. Jenkins et moi répondrons à vos questions.

**Le président :** Monsieur le gouverneur, je vous remercie beaucoup. Je vais ouvrir la période des questions en donnant la parole à notre distingué vice-président, le sénateur Angus, du Québec. Monsieur Dodge, la liste de ceux et celles qui souhaitent intervenir est longue, et je n'ignore pas que vous devez nous quitter d'ici quelque 75 minutes. Je vais donc presser les sénateurs de poser des questions précises et claires, et vous demandez aussi à vous, monsieur Dodge, de répondre de la même manière. Nous sommes tout à fait favorables à la réciprocité.

**Le sénateur Angus :** Monsieur le gouverneur et monsieur le premier sous-gouverneur, soyez les bienvenus parmi nous. Moi aussi, je me réjouis toujours de participer aux réunions auxquelles vous êtes invités au moins deux fois par année. J'en tire toujours énormément profit et je sais que ce sera de nouveau le cas aujourd'hui.

Pour revenir aux propos du président au sujet de votre départ, tout ce que je sais, c'est que neuf mois c'est long dans la vie d'un serviteur de l'État, et de toute manière, je ne veux pas me concentrer sur votre départ. Il y a tellement de choses pertinentes dont nous pouvons discuter, et nous tenons à entendre vos idées là-dessus. Nous ne voulons donc pas parler de l'avenir, mais bien du présent.

J'ai deux brèves questions à poser en premier lieu, puis une autre qui pourrait entraîner une discussion peut-être plus longue. J'ai été très déçu de lire aujourd'hui dans la presse que l'Alberta s'est officiellement prononcée contre la création d'un seul organisme national de réglementation des valeurs mobilières. C'est le premier ministre de l'Alberta lui-même qui l'a annoncé, apparemment contre l'avis de ses conseillers financiers.

Lors de réunions antérieures, nous avons discuté des entraves à la productivité canadienne que représente l'absence d'un tel organisme. C'est une lacune dans un système de services financiers au demeurant assez bon. J'aimerais savoir ce que vous en pensez.

**M. Dodge :** Monsieur le sénateur Angus, à mon avis, il faut se garder de tirer des conclusions trop hâtives de certains reportages et aussi de conjecturer au sujet de l'avenir. Cela dit, nous reconnaissons que la mise sur pied d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières constituerait un

rules. Perhaps even more important, we recognize that we need to enforce the rules in a way that gives people more confidence that the rules are being enforced. That clearly would be a lot easier in a single national system.

The precise form of that system, for us at the bank is of less concern, than the fact that there be a single system, appropriate for large as well as small public firms in raising capital in this country, and that the rules are enforced to give investors confidence, faith and trust in the way the markets operate.

**Senator Angus:** I would take that to mean we should not lose heart and continue in our endeavours with the Minister of Finance to try to work towards that end.

**Mr. Dodge:** I think so.

**Senator Angus:** Notwithstanding that press notice.

Still on the subject of press notices, I happened to see in today's press, that after your opening statement at House of Commons Standing Committee on Finance yesterday, you would have been queried in some regard about what is becoming a rather controversial element of the recent Budget 2007 on deductibility of interest in certain international transactions.

I am wondering if I can believe what I read in the press, that you felt that all these measures are difficult, that this was to the extent that it was aimed at closing certain loopholes, was a positive step in your view. Is that correct?

**Mr. Dodge:** Yes, senator. This is an extraordinarily difficult area of taxation policy. It involves all sorts of parts of the act; it includes foreign affiliate rules, it involves thin cap rules, and a whole pile of rules that are extraordinarily complex. I took the minister very much at his word. He wants "... to track down and deal with those who try to use aggressive international tax planning to shirk their tax obligations and increase the burden on other Canadians." That seems to me to be a pretty good single objective, although not an easy objective to achieve. I also noted that what he thought in terms of revenue loss, he added in tens of millions, which does not imply we will have a root and branch uprooting of the act. I took that at its face value, and as he works away to try to deal with this very complex issue that he understands very well, that the objective is, in fact, to promote the economic welfare of Canada.

**Senator Angus:** I appreciate that answer, sir. In a larger sense, and flowing from my colleague, Senator Grafstein's comment, one of our major current preoccupations is the hedge fund industry, or perhaps now we are learning to refer to the part that concerns us as the leverage debt circumstance. We have had various witnesses. We have traveled to the U.S. to interview people and to see what the legislators south of the border are thinking in light of rapidly unfolding global events in this area.

grand avantage. Il faut toutefois que nous choisissons le système approprié ainsi que les règles et règlements pertinents. Toutefois, ce qui est tout à fait primordial, c'est l'application de ces règles de manière à susciter la confiance des gens. Or, ce genre de chose serait facile à obtenir grâce à un organisme national.

La forme que pourrait prendre un tel système nous préoccupe moins à la Banque que sa capacité d'être utile tant aux petites qu'aux grandes entreprises qui cherchent à obtenir des capitaux dans notre pays et que l'application des règles afin que les investisseurs fassent confiance au fonctionnement du marché.

**Le sénateur Angus :** Si j'ai bien compris, nous ne devrions pas nous décourager, mais plutôt collaborer à cette fin avec le ministre des Finances.

**M. Dodge :** C'est bien mon avis.

**Le sénateur Angus :** En dépit de cette nouvelle.

Toujours au sujet d'articles de presse, dans les journaux d'aujourd'hui, j'ai lu qu'hier, après votre déclaration devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes, on vous a interrogé au sujet d'un élément du budget de 2007 qui soulève la controverse, la déductibilité des intérêts dans le cas de certaines transactions internationales.

J'aimerais savoir si je dois prêter foi à ce que j'ai lu, à savoir que toutes ces mesures sont difficiles et que, pour autant que cette initiative cherche à mettre fin à certaines échappatoires fiscales, elle est positive à vos yeux. Est-ce exact?

**M. Dodge :** Oui, sénateur. Cette imposition est extrêmement complexe. Elle relève de diverses parties de la loi, de règles portant sur les sociétés étrangères affiliées, des dispositions relatives à la capitalisation restreinte et de toute une liasse de règlements extrêmement complexes. J'ai cru le ministre sur parole lorsqu'il a dit vouloir retracer ceux qui réussissent à échapper à l'impôt au détriment des autres Canadiens en usant d'une planification fiscale internationale de plus en plus habile puis vouloir sévir contre eux. À mes yeux, c'est un objectif tout à fait louable bien que difficile à atteindre. J'ai aussi retenu que, malgré ces pertes de recettes fiscales, il avait aussi observé des rentrées supplémentaires de dizaines de millions de dollars, ce qui nous évitera de devoir réécrire la loi de fond en comble. J'ai pris cela pour argent comptant, et par rapport à ce dossier très complexe qu'il connaît fort bien et cherche à régler, son principal souci est, à mon avis, de favoriser le bien-être économique du Canada.

**Le sénateur Angus :** Je vous remercie de cette réponse, monsieur Dodge. Maintenant, pour revenir aux propos de mon collègue, le sénateur Grafstein, et pour aborder une question plus vaste, l'une de nos grandes préoccupations à l'heure actuelle est la question des fonds de couverture, ou plutôt, maintenant que nous sommes mieux renseignés, celle des fonds de couverture à levier financiers sous forme d'emprunts. Nous avons entendu divers témoins. Nous nous sommes rendus aux États-Unis pour y interroger des gens et nous y entretenir avec les législateurs afin de savoir ce qu'ils envisagent de faire, compte tenu de l'évolution rapide de ces fonds à l'échelle internationale.

We were told last week that the notional, or underlying value of the money that is out there in these structured highly leveraged products, is in the range of \$350 trillion. It is a number that is just makes all of our heads spin and we cannot really get a handle on it.

A gentleman from Toronto, who I think is widely regarded as knowledgeable, conservative and thoughtful on the subject, told us that he was very concerned at the moment at the state to which matters have evolved, particularly because of what he characterized as a “lending mania.”

He indicated that margins were higher than he felt were healthy and that there was, once again, a revisit of the failure of investors and people to follow the old rules of risk management and the real elements of *caveat emptor*. He thought we were in a very precarious situation.

I wonder what you have to say about that.

**Mr. Dodge:** Well, let us be careful of those words “very precarious.”

**Senator Angus:** Okay. Precarious.

**Mr. Dodge:** First, I am very pleased that this committee has taken up this issue. Over history, central bankers and regulators worry about leverage. Leverage is an enormous advantage to the economy. Through banks and markets we can spread the risks and pool the risks in such a way that it is of enormous advantage.

On the other hand leverage is, or can be, a dangerous instrument when credit is not managed carefully. Certainly, all of us as central bankers around the world have become a little bit nervous about the extent to which the spreads on market debt, the spreads on CDOs, and the spreads on a number of other products have become very narrow.

**The Chairman:** Governor, since you are speaking to the public, tell them what you mean by CDOs.

**Mr. Dodge:** That is the additional interest demanded over government bonds or other risk-less securities. It is the additional interest demanded by lenders on what could be risky investments. That amount of extra interest has become very small and may not well represent the real risk that is out there in the market.

When there is a lot of money available at pretty thin spreads over, let us say, Government of Canada, or U.S. Treasury or British gilt bonds, then there is a temptation to lever up, as you indicated in your remarks, and maybe lever up without due regard to the underlying credit risk.

This is expressed in various different ways, as you go around the world. One set of words is: There is a wall of money out there. Indeed, it is true on a global basis that savings are relatively high, but one would not have expected that the spreads might have become quite as narrow on types of investments that carry more risk.

La semaine dernière, on nous a dit que la valeur théorique de ces instruments financiers a atteint 350 billions de dollars. Une telle ampleur est proprement vertigineuse et ne nous laisse à peu près aucune prise.

Un Torontois, réputé pour ses connaissances, sa modération et le sérieux de ses réflexions, nous a dit être très préoccupé par la situation actuelle, tout particulièrement par ce qu’il appelle la « frénésie de prêts ».

Selon lui, les marges sont plus élevées qu’elles ne devraient l’être dans une économie saine, et, encore une fois, les investisseurs et les gens n’ont pas tenu compte des règles traditionnelles comme la gestion du risque et le *caveat emptor*. Il estime que notre situation est très précaire.

J’aimerais savoir ce que vous en pensez.

**M. Dodge :** Eh bien, gardons-nous d’utiliser trop facilement les termes « très précaire ».

**Le sénateur Angus :** D’accord. Précaire alors.

**M. Dodge :** D’abord, je me réjouis que votre comité se penche sur la question. Au cours de leur histoire, les banques centrales et les organismes de réglementation se sont inquiétés de ce recours au levier financier. Cet outil demeure cependant très avantageux pour l’économie, et les banques et les marchés peuvent à la fois en répartir et en réunir les risques de manière très favorable.

Toutefois, l’endettement externe est un instrument dangereux ou susceptible de l’être, quand le crédit n’est pas géré avec prudence. Dans le monde, en tout cas, tous les gouverneurs de banque centrale s’inquiètent un peu de l’étroitesse des écarts entre les dettes contractées sur les marchés, les TGC et d’autres produits.

**Le président :** Gouverneur, vu que vous vous adressez au grand public, expliquez ce que vous entendez par TGC.

**M. Dodge :** Je parle de l’intérêt supplémentaire exigé par rapport aux obligations gouvernementales et à d’autres titres présentant moins de risque. C’est l’intérêt supplémentaire exigé par les prêteurs sur un investissement qui pourrait être risqué. Or, ce montant d’intérêt supplémentaire est devenu minime, au point de peut-être mal représenter le véritable risque sur le marché.

Quand il y a beaucoup d’argent disponible à des écarts minimes par rapport à, mettons, des obligations du gouvernement du Canada, du Trésor américain ou de Grande-Bretagne, les gilt bonds, il y a tentation d’augmenter l’endettement externe, comme vous l’avez indiqué dans vos remarques et, peut-être, d’augmenter l’endettement externe sans tenir suffisamment compte des risques de crédit sous-jacents.

C’est un phénomène qu’on exprime de différentes façons dans divers points du globe. Certains disent : « Il y a un mur d’argent disponible. » Mondialement parlant, il est vrai que l’épargne est relativement élevée. N’empêche qu’on ne se serait pas attendu à une telle étroitesse des écarts pour des types d’investissements plus risqués.

It is not just the spreads. We have gone through a period, which up until now, the covenants on many of these loans have been relaxed. It is not just that money is being lent relatively cheaply, compared to risk-less securities, but that some of the covenants which traditionally have been there, are watered down as well.

Other central banks might express it slightly differently, but that is the issue of worry. Whether it is a hedge fund, or a private equity fund — we now use the expression “pools of private capital.” We must worry whether the credit is being appropriately managed.

The worry, of course, that we all have as central banks, is that if something upsets the system and people rush to the exits, that the liquidity that appears to be there at the moment, because volatility is very low at the moment and markets are very liquid, could dry up fairly quickly.

It has been about 18 months since the Basel meetings and during that time, we have been trying to turn over the rocks to find the problems. We have found some particular problems, the back office operations of securities firms for example. They are relatively fixed up.

There is this overhang or apparent overhang — I have to be careful of my words — of money that is available at low rates relative to the potential risk, and that worries us. This is not in the banking system. We spent a lot of time globally looking at the risks inherent in the banking system, because that is where the ultimate leverage lies.

Listening to my colleagues abroad and our own monitoring, indicates that the banking system has been careful. It is out there in the broader market. You might ask the superintendent about her views on the subject.

**The Chairman:** We did have the superintendent here. We intend to have her back. As Senator Angus has indicated, we have heard some troubling evidence that was different than what we heard earlier on, so we will bring her back to ask exactly those questions.

**Senator Moore:** I want to follow up on Senator Angus’s question concerning the deductibility of interest charges for investments in foreign acquisitions.

There was a piece published in the *National Post* today attributed to John McCallum, Liberal finance critic. He says:

The new policy, which is embedded in the federal budget, means that when Canadian companies borrow money to finance foreign acquisitions, they will no longer be able to tax deduct the interest on that debt. Since U.S., European and Japanese companies are generally allowed to take such tax deduction, Canadian companies will be forced to compete with one hand tied behind their back. . . . So,

Et ce ne sont pas seulement les écarts. Nous venons de connaître une période où, jusqu’à maintenant, les conventions d’endettement se sont assouplies. Non seulement on prête de l’argent relativement bon marché, par rapport à des titres sans risque, mais on dilue également certaines des conventions qui existent traditionnellement.

D’autres banques centrales exprimeraient les choses autrement, peut-être, mais c’est l’essentiel du problème. Qu’il s’agisse d’un fonds de couverture ou d’un fonds de capital privé — nous parlons à présent de « bassins de capital privé » —, ce dont nous devons nous soucier, c’est de la gestion appropriée du crédit.

Notre préoccupation, en tant que banques centrales, c’est bien sûr ce qui pourrait se passer en cas de crise, si les gens se ruiaient vers la sortie. Dans ce cas, les liquidités qui semblent exister actuellement, parce que la volatilité est minimale et les marchés très liquides, pourraient s’assécher assez rapidement.

Depuis les réunions de Bâle, il y a environ 18 mois, nous nous efforçons constamment de mettre au jour les problèmes. Nous en avons repéré certains, dont le fonctionnement des arrières-boutiques de certains cabinets de courtage, par exemple, et y avons remédié jusqu’à un certain point.

Il y a un débordement d’argent ou — je dois peser mes mots — un apparent débordement d’argent disponible à faible taux par rapport au risque potentiel, et cela nous préoccupe. Le problème n’est pas dans le système bancaire. Nous avons effectué une étude en profondeur des risques inhérents au système bancaire international, parce que c’est là que repose au bout du compte l’effet de levier financier.

D’après ce que disent mes collègues étrangers et d’après nos propres observations, le système bancaire a fait preuve de prudence. Le problème est dans le marché élargi. Peut-être pourriez-vous demander à la surintendante son point de vue sur la question.

**Le président :** La surintendante a comparu devant le comité, et nous avons l’intention de lui demander de revenir. Comme l’a indiqué le sénateur Angus, nous avons entendu des témoignages préoccupants qui diffèrent de ce que nous avons entendu plus tôt, si bien que nous comptons la faire revenir pour lui poser précisément ces questions.

**Le sénateur Moore :** Je voudrais enchaîner sur la question du sénateur Angus quant à la déductibilité des frais d’intérêt pour les acquisitions à l’étranger.

Un article apparu aujourd’hui dans le *National Post* sous la plume de John McCallum, porte-parole des finances du Parti libéral. Voici ce qu’il écrit :

Avec la nouvelle politique stipulée par le budget fédéral, quand les sociétés canadiennes emprunteront de l’argent pour financer des acquisitions à l’étranger, elles ne pourront plus déduire de leurs impôts les intérêts de cette dette. Vu que les sociétés américaines, européennes et japonaises ont généralement le droit de faire cette déduction fiscale, les sociétés canadiennes seront contraintes de lutter avec une

the government's proposal will put any Canadian company in a big disadvantage compared with almost any foreign company when it comes to foreign acquisitions.

You have stated that you think this policy is a good one. Have you done any research? On what information have you based that statement, in view of Mr. McCallum's comments?

**Mr. Dodge:** I took the stated intent of what the minister wants to do, which is to deal with those who try "... to use aggressive international tax planning to shirk their tax obligations and increase the burden on other Canadian taxpayers."

That is what he said is his prime objective and I take that at face value. He has not said how that is to be done; that will come in the very detailed legislation. This is a terribly complex area and spreads through many parts of the act.

One should be very careful about jumping to any conclusions as to what will be in there until the minister presents his draft legislation. We know that because the rules are complicated and because of the international situation with a number of jurisdictions, with low or zero tax rates, that it is possible to abuse the spirit of the rules. It is very difficult to deal with this and what I said yesterday is that I really welcome the fact that they are going back to try and deal with those very difficult issues. He mentioned that perhaps it is several tens of millions of dollars, which in my view does not indicate a minister who wants to go root and branch at the whole system. I truly think that we must wait to see how that extraordinarily complicated piece of legislation will be written.

**Senator Moore:** The government said that it could cost \$40 million to \$1 billion for Canadian companies. We will have to wait for further details. On the face of it, it looks like Canadian companies will be put at a disadvantage, but we will have to see what comes forward. Perhaps it could have been solved some other way; I do not know.

**Mr. Dodge:** Senator, it is very complicated. Let us not pretend that there are no problems with the way the legislation works. It is difficult and complex to fix such problems in a way that he would like to fix them. I am sure that he does not want to put Canadian companies out of business. We need to wait to see the technical part of the legislation because the devil is in the details of the Income Tax Act.

**Senator Moore:** In your opening statement, you said that you expect that over the projection horizon, domestic demand will continue to be the main driver of growth in Canada. The last time you were here, we talked briefly about the economic agreement between British Columbia and Alberta. Have you kept track of the positive impact of that agreement?

**Mr. Dodge:** No, we have not done so, senator.

main liée derrière le dos... La proposition du gouvernement canadien va donc gravement désavantager toute société canadienne par rapport à presque toute société étrangère, en matière d'acquisitions à l'étranger.

Vous avez indiqué que c'était une bonne politique. Est-ce à la suite de recherches? Vu les commentaires de M. McCallum, sur quel renseignement vous appuyez-vous pour déclarer que tel est le cas?

**M. Dodge :** Je me suis attaché à l'intention déclarée du ministre, soit de régler la question des « personnes qui réussissent à échapper à l'impôt au détriment des autres Canadiens en usant d'une planification fiscale internationale de plus en plus habile ».

C'est ce qu'il indique comme objectif de base et je prends cela pour argent comptant. Le ministre n'a pas indiqué comment il compte s'y prendre; ce sera spécifié dans une loi très détaillée. C'est un domaine hautement complexe qui touche plusieurs parties de la loi.

Il faut faire très attention de ne pas sauter aux conclusions, tant que le ministre n'aura pas soumis son projet de loi. Parce que les règles sont compliquées et parce que, sur le plan international, il existe un certain nombre de pays avec des taux d'imposition très minimes voire nuls, nous savons qu'il est possible de contrevenir à l'esprit des règlements. C'est un problème particulièrement épineux. Ce que j'ai exprimé hier, c'est ma satisfaction de voir le gouvernement se pencher à nouveau sur le problème, afin d'essayer d'apporter une réponse à ces questions très difficiles. Le ministre a avancé comme chiffre plusieurs dizaines de millions de dollars ce qui, à mon sens, n'indique pas une intention de chambouler entièrement le système. Il me semble vraiment important d'attendre de voir comment sera rédigée cette mesure législative extraordinairement compliquée.

**Le sénateur Moore :** Le gouvernement a indiqué que cela coûterait entre 40 millions de dollars et un milliard de dollars aux sociétés canadiennes. Nous devons attendre plus de détails. De prime abord, il semble que les sociétés canadiennes soient désavantagées, mais nous devons attendre ce qui sera proposé. Peut-être les choses auraient-elles pu être résolues autrement; je l'ignore.

**M. Dodge :** Sénateur, c'est très compliqué. Ne prétendons pas que l'application de la loi actuelle est idéale. Il est difficile et complexe de remédier à ces problèmes comme le ministre le souhaiterait. Je suis sûr qu'il ne veut pas acculer les sociétés canadiennes à la faillite. Il va falloir attendre la parution du volet technique de la loi, parce que, quand il s'agit de la Loi sur l'impôt, tout est dans les détails.

**Le sénateur Moore :** Dans votre déclaration liminaire, vous avez déclaré que, dans un avenir prévisible, la demande intérieure continuerait d'être le moteur de croissance le plus important au Canada. Lors de votre dernière comparution devant le comité, nous avons évoqué brièvement l'entente économique conclue entre la Colombie-Britannique et l'Alberta. Avez-vous suivi les répercussions positives de cette entente?

**M. Dodge :** Non, sénateur, nous ne l'avons pas fait.

**Senator Moore:** There was mention of Ontario joining this agreement. Have you looked at those numbers to determine what that might mean in terms of increasing domestic productivity?

**Mr. Dodge:** No, we have not; however, in essence we can only go with first principles. More flexibility in our market means tearing down barriers between the provinces. It also introduces that flexibility that is so important in raising productivity and in mitigating economic fluctuations in the economy.

**Senator Moore:** As Senator Angus mentioned, the committee heard evidence last week on hedge funds. The figures on its worth ranged from \$1.5 trillion to \$340 trillion — a great discrepancy. People do not seem to have a handle on it because it involves pools of private monies. Are you prepared, or do you wish, to offer any comment on oversight of the hedge fund industry?

**Mr. Dodge:** “Industry” is a funny word. The Bank of Canada, as a banking regulator, focuses primarily on the intermediary institutions that, by their nature, drive much leverage. Again, by their nature, if they were to get into trouble, it would have enormous repercussions across the system. Senator, you are absolutely correct in saying that in respect of the unregulated part of the world, which has grown bigger, we have considerably less information. Currently, part of the G7 finance ministers’ efforts is to find ways to get more information that would be truly useful.

**Senator Moore:** Do you say “useful” in terms of quantity or oversight?

**Mr. Dodge:** It would be useful in terms of understanding the risks building up in the system as a whole.

**Senator Moore:** We heard evidence that for 20 per cent you can leverage up to 80 per cent. What is behind that? I found it rather unsettling to think of that paper transaction growing 30 per cent per year. In a couple of years’ time, we will be talking about figures in the quadrillion range.

**Mr. Dodge:** One must be careful.

**Senator Moore:** That is leveraged investing and not necessarily the hedge funds.

**Mr. Dodge:** Again, you must be careful. High-risk debt has always existed. Those instruments have traditionally carried premium over risk-less securities of 1,000 or 1,200 or 1,500 basis points. If we look at the broad measures that we have historically considered riskier instruments, the spreads are quite narrow in comparison. The cost of leveraging up in this way is quite low, not just because treasuries or Canada’s banks are trading at 4 per cent but because these instruments

**Le sénateur Moore :** Il a été question que l’Ontario se joigne à cette entente. Vous êtes-vous penché sur ces chiffres afin d’évaluer ce que cela pouvait signifier comme augmentation de la productivité intérieure?

**M. Dodge :** Non. Toutefois, au bout du compte, ce qui compte, ce sont essentiellement les principes de base. Pour avoir plus de souplesse dans le marché, il faut éliminer les obstacles au commerce entre les provinces. On a ainsi la souplesse qui est si importante pour augmenter la productivité et atténuer les fluctuations économiques.

**Le sénateur Moore :** Comme l’a mentionné le sénateur Angus, le comité a entendu des témoins parler la semaine dernière de la question des fonds de couverture. La valeur de ce secteur a été chiffrée comme allant de 1,5 billion de dollars à 340 billions de dollars — un écart considérable. C’est un secteur qu’on mal cerné parce qu’il implique des bassins de capital privé. Auriez-vous des commentaires à faire sur la supervision de l’industrie des fonds de couverture ou souhaitez-vous en faire?

**M. Dodge :** Parler d’« industrie » est curieux. En tant qu’organisme de réglementation des banques, la Banque du Canada s’attache essentiellement aux institutions intermédiaires qui, de par leur nature, déterminent une bonne part de l’effet de levier financier. De par leur nature également, si ces institutions se heurtaient à des difficultés, cela aurait d’énormes répercussions sur tout le système. Sur le secteur exempt de réglementation, qui s’est développé, vous avez parfaitement raison, sénateur, de dire que nous disposons de bien moins de renseignements. Les ministres des finances du G7 déploient à l’heure actuelle des efforts visant en partie à obtenir des renseignements qui seraient véritablement utiles.

**Le sénateur Moore :** Qu’entendez-vous par « utiles »? Vous parlez de quantité ou de supervision?

**M. Dodge :** Je veux dire utiles pour comprendre les risques s’accumulant dans le système dans son ensemble.

**Le sénateur Moore :** D’après les témoignages que nous avons entendus, pour 20 p. 100, on peut s’endetter jusqu’à 80 p. 100. À quoi cela tient-il? J’ai trouvé plutôt inquiétante l’idée de transactions sur papier progressant ainsi de 30 p. 100 par an. D’ici deux ou trois ans, on nous citera sans doute des chiffres allant jusqu’aux quadrillions.

**M. Dodge :** Il faut être extrêmement prudent.

**Le sénateur Moore :** Il y a des investissements avec endettement externe qui ne sont pas nécessairement des fonds de couverture.

**M. Dodge :** Là encore, il faut être prudent. Il y a toujours eu des dettes à haut risque. Elles étaient généralement frappées de 1 000, 1 200 ou 1 500 points de base d’intérêts en plus, par rapport à des titres sans risque. Or, si l’on prend l’ensemble des instruments généralement considérés comme plus risqués, on constate que l’écart est aujourd’hui plutôt minime. Le coût du recours à l’endettement externe dont vous parlez est donc plutôt faible, pas seulement parce que le taux d’échange des trésors

are trading at 200 down to 100 points over. These issues are worrying in terms of whether that credit is being appropriately managed.

**Senator Eyton:** Mr. Dodge, I want to raise the matter of income trusts, which has been the subject of much discussion in recent months. In particular, I want to refer to some of the comments you made to this committee last fall. You said at that time, "The work we have done in terms of capital markets per se is that probably, on balance, income trusts make markets somewhat more complete and somewhat more efficient." You went on to say that has nothing to do with the tax treatment and that it is appropriate that businesses face a level playing field in choosing the form of corporate organizations that allow capital to be allocated for its most efficient use.

The committee deemed those words to be most reassuring. I also note that your name appeared in a one-half page ad sponsored by the Coalition of Canadian Energy Trusts, who fought a valiant campaign.

This appeared in the April 12 edition of the *Toronto Star*. The heading said that leading experts have told government the decision to tax trusts is wrong. It then went on to say that, "Mr. David Dodge said that the income trust structure may be very appropriate where firms need only to manage existing assets efficiently."

It is hard to challenge that comment but used as it was in that context, were your words taken out of context or were they misleading in any way?

**Mr. Dodge:** Senator, when I first joined the navy Mr. Diefenbaker was Prime Minister. We had pencils on which was printed, "Misuse is abuse." The way my words were used in that ad reflects perfectly the printed message on our pencils in the Diefenbaker era.

**Senator Eyton:** I would like to pick up on two observations that you made before the House of Commons committee in February. The first was that the different risk-return characteristics of income trusts might not enhance market completeness if they arise from differences in tax treatment. The second comment was that the problem is that inappropriate business decisions have been made in an effort to save on taxes. Could you elaborate on those two observations?

**Mr. Dodge:** Yes, that goes back to the first quote from my comments last fall, senator. The income trust form of organization is entirely appropriate in certain business situations that manage a pool of assets to try to maximize the return over the life of the assets.

ou des banques du Canada est de 4 p. 100, mais parce que ces instruments s'échangent dans une fourchette variant de 200 points de moins à 100 points de plus. La question est inquiétante, vu qu'on ignore si ce crédit est géré comme il devrait l'être.

**Le sénateur Eyton :** Monsieur Dodge, je voudrais aborder la question des fiducies de revenu, qui ont fait couler beaucoup d'encre ces derniers mois. Je voudrais notamment évoquer certains de vos commentaires lors de votre comparution devant notre comité, l'automne dernier. Vous avez dit à l'époque : « D'après les travaux que nous avons faits sur le marché des capitaux, on peut dire que, probablement, dans l'ensemble, les fiducies de revenu rendent les marchés des capitaux un peu plus complets et un peu plus efficaces. » Vous avez poursuivi en disant que c'était indépendant des mesures fiscales et qu'il était pertinent que les entreprises partent sur un pied d'égalité quand elles choisissent le type de structure permettant l'affectation la plus efficace du capital.

Le comité avait trouvé ces réflexions particulièrement rassurantes. Je remarque que votre nom était apparu dans une publicité d'une demi-page payée par la Coalition of Canadian Energy Trusts, qui a fait feu de tout bois.

La publicité a paru dans le *Toronto Star* du 12 avril. Le titre indiquait que des experts d'envergure avaient averti le gouvernement qu'il faisait erreur en imposant les fiducies. On vous citait ensuite comme ayant dit que « se constituer en fiducie de revenu peut très bien convenir aux entreprises lorsqu'elles n'ont qu'à gérer les actifs existants avec efficacité ».

Il est difficile de contester cette affirmation, mais étant donné qu'elle a été utilisée dans ce contexte, croyez-vous que vos propos ont été pris hors contexte ou induisaient-ils en erreur d'une quelconque façon?

**M. Dodge :** Sénateur, quand je me suis enrôlé dans la marine, M. Diefenbaker était alors premier ministre. À l'époque, nous avions des crayons sur lesquels on avait imprimé « Utiliser à mauvais escient, c'est de l'abus ». La façon dont on s'est servi de mes propos dans cette publicité reflète parfaitement le message imprimé sur nos crayons à l'époque Diefenbaker.

**Le sénateur Eyton :** J'ai retenu deux observations que vous avez faites devant le comité de la Chambre des communes en février. La première était que les caractéristiques risque-rendement différentes peuvent ne pas venir compléter le marché si elles tiennent à des différences de traitement fiscal. La deuxième était que le problème résidait dans le fait qu'étant donné qu'on devait économiser de l'impôt, on a pris des décisions inappropriées sur le plan des affaires. Pourriez-vous nous expliquer ces deux observations?

**M. Dodge :** Oui, il s'agit de la première citation qu'on a faite de mes propos l'automne dernier, sénateur. Le modèle organisationnel des fiducies de revenu est tout à fait approprié dans certains contextes économiques où l'on gère un portefeuille d'actifs afin de maximiser le rendement tout au long de la vie desdits actifs.

Absolutely, it is an appropriate form of organization. It provides the investor with confidence that the managers have the incentive to manage those assets to maximize the return from those assets over time. That is why the form of the organization actually completes markets. It is absolutely correct.

There is a problem when a tax system is designed in such a way that it provides an undue incentive to use one form of organization over another form. What happens next is well understood: At the margin, people select a form of organization that is not the most appropriate for business purposes but might be the most appropriate because of the reduction in tax payable that can be achieved. It is reasonably straightforward in that regard.

There is nothing wrong with trusts as a form of organization but there does not appear to be any good reason to bias corporations to make a decision to use that form of organization as opposed to a standard corporate form of organization.

**Senator Eyton:** You used the term “pool of private capital.” There is some concern about the governance of those pools and the manner in which they are being used today. I find it ironic that those pools of private capital are expedited or supported by massive pension funds, such as the government pension funds. While government might be concerned about the problem, part of it might come from the gigantic pension funds, including the Canada Pension Plan and others, that work with hedge funds on a daily basis to permit the kinds of transactions about which we are concerned. Could you comment on that?

**Mr. Dodge:** It is entirely appropriate that pension funds, whether public or private, make investments in alternative assets. A pension plan manager of funds for a defined benefit plan has a horizon that is much broader than the one that you, most investors or I would have. It is absolutely appropriate that they invest in some of these assets that might have a long payoff period and might have a bit of volatility in their day-to-day market value. One of the great advantages of a defined benefit plan is that you know you will not have to pay out tomorrow because you will be paying out over an infinitely long history. You are pooling the funds over current, past and future employees.

There are real reasons for these funds to invest in alternative assets. Historically, they have confined themselves to real estate. Hedge funds are exactly the kind of asset that has an extremely long payoff period. The values may fluctuate a great deal from one month to the next or from one year to the next but they have a long-term horizon.

One must be very careful about saying that these are inappropriate assets for funds to invest in. The issue is the one that Senator Angus raised, on which Senator Moore followed up, about whether the credit is managed appropriately. Are managers

Ce modèle organisationnel est donc approprié, absolument. Ce modèle permet à l'investisseur d'avoir confiance, de savoir que l'administrateur de ses actifs a une mesure qui l'incite à gérer les actifs de façon à maximiser le rendement sur la durée. C'est en fait ainsi que ce modèle organisationnel vient compléter le marché. C'est absolument exact.

Toutefois, le problème se pose quand le régime fiscal est conçu d'une façon telle qu'il fournit un incitatif injustifié à utiliser un modèle organisationnel plutôt qu'un autre. Le corollaire est bien compris : en marge, les gens optent pour un modèle organisationnel qui ne convient pas le mieux à leurs objectifs financiers, mais qui est peut-être le plus approprié en raison du dégrèvement dont on peut bénéficier. Le modèle est raisonnablement simple à cet égard.

Les fiducies en tant que modèle organisationnel ne posent pas problème, mais il semble néanmoins y avoir une bonne raison de croire que des décisions des sociétés sont biaisées, favorisant ce modèle organisationnel plutôt que le modèle normal.

**Le sénateur Eyton :** Vous avez utilisé le terme « bassin de capital privé ». D'aucun se préoccupe de la gouvernance de ces bassins et de l'utilisation qui en est faite aujourd'hui. Je trouve paradoxal que ces bassins de capital privé fassent l'objet d'un engouement ou d'un appui de la part de fonds de pensions d'envergure, dont les fonds de pensions de l'État. S'il est vrai que le gouvernement pourrait être inquiet par ce problème, n'empêche qu'on devrait, notamment, s'inquiéter des mégafonds de pensions, y compris le Régime de pensions du Canada et d'autres, lesquels régimes sont conjugués à des fonds de couverture sur une base quotidienne, ce qui permet les transactions dont nous nous préoccupons. Que pensez-vous de cela?

**M. Dodge :** Il est tout à fait acceptable que les fonds de pension, qu'ils soient publics ou privés, fassent des placements dans des actifs parallèles. Un gestionnaire de régime de pensions dispose d'un horizon qui est nettement plus dégagé que celui dont nous disposons vous et moi, ou la plupart des investisseurs. Il est donc tout à fait acceptable qu'on investisse dans certains de ces actifs qui pourraient avoir un rendement étalé sur une plus longue période et dont la valeur marchande pourrait subir une légère volatilité quotidienne. Un des grands avantages d'un régime de prestations défini, c'est qu'on sait que le rendement n'est pas prévu pour demain, puisqu'il peut se faire sur une durée indéterminée. La mise en commun des fonds repose sur la cotisation des employés actuels, passés et futurs.

Il y a donc des raisons valables qui poussent ces fonds à investir dans des actifs parallèles. Historiquement, on s'est contenté d'investir dans l'immobilier. Or, les fonds de couverture sont exactement le type d'actif qui rapporte à très long terme. Leur valeur peut fluctuer considérablement d'un mois à l'autre, ou d'une année à l'autre, mais ils s'échelonnent sur un horizon lointain.

On doit faire très attention de ne pas qualifier ces actifs d'inappropriés à des fins d'investissement. Le sénateur Angus a soulevé une question, et le sénateur Moore a poursuivi dans la même veine, soit savoir si le crédit est géré de façon acceptable.

assessing carefully enough the underlying credit characteristics of these investments? Getting into collateralized debt obligations, et cetera, demands a tremendous amount of management skill and, historically, most of that skill resides in banks as a credit management function.

To the extent that pension funds have that expertise, they should be able to do quite a good job. Managing the credit is important and, going back to the chairman's introduction, that ability to manage appropriately is the part that makes central bankers and regulators nervous.

**Senator Ringuette:** I am a new face on this committee. Your comments on credit management were most interesting. I have some concerns about the close ties that we have to the U.S. economy. As was said earlier, the lending mania in the U.S. has focussed on the housing market. However, looking at the U.S. government's deficit makes me wonder whether the lending mania is not only in the housing market in the U.S. but also across the entire economy, given the high cost of the war in Iraq and the deficit financing by Chinese lenders.

I look at those elements and the ways in which the Canadian economy is tied to it with 80 per cent of our exports to the U.S.; the Canadian dollar is based on the American dollar; our export market is shrinking; and our import market is growing. We can look at the micro-issue of hedge funds but we can also look at the macro-issue of hedge funds, which would be on a different scale.

Currently, this committee is examining ways to manage hedge funds but my main concern is finding ways to guard ourselves against a major recession in the U.S. How can we guard Canadian consumers against an American recession?

**Mr. Dodge:** That is an extraordinarily good question and the answer is found in the matter of global imbalances. I will ask Mr. Jenkins to respond to your question because that is a topic on which he has been working.

**Paul Jenkins, Senior Deputy Governor, Bank of Canada:** Senator, you have raised a couple of important issues. Allow me to begin with the issue of global imbalances. As you indicated, the reflection is very much in terms of the U.S. current account deficit because they are a "dis-savings" nation, if I may put it that way. The flip side of that is what we are seeing elsewhere in the world, a good part of it in Asia and China. Their accumulation of reserves and current account surpluses concern us. We have addressed these issues both privately and publicly with officials around the world.

Les gestionnaires évaluent-ils soigneusement les caractéristiques de crédit sous-tendant ces investissements? Évaluer les titres de créance détenus par des tiers notamment exige énormément de compétences en matière de gestion, et il se trouve qu'historiquement ce sont les banques qui possèdent, pour l'essentiel, ces compétences.

Dans la mesure où les gestionnaires de fonds de pension possèdent cette expertise, ils devraient être en mesure de faire du bon travail. Gérer le crédit est important et, pour revenir à l'introduction du président, c'est la capacité de bien le gérer qui rend les banques centrales et les instances de réglementation nerveuses.

**Le sénateur Ringuette :** Je suis un nouveau membre du comité. J'ai trouvé des plus intéressants vos propos au sujet de la gestion du crédit. Je me préoccupe des liens étroits qui existent entre notre économie et celle des États-Unis. Comme quelqu'un l'a dit tout à l'heure, aux États-Unis, il y a eu une frénésie de prêts dans le marché du logement. Toutefois, devant le déficit public américain, je me demande si cette frénésie de prêts est limitée au marché du logement américain ou s'il s'étend à l'ensemble de l'économie, étant donné le coût élevé de la guerre en Iraq et le financement du déficit par emprunts auprès de créanciers chinois.

Je regarde tous ces éléments d'information et la façon dont l'économie canadienne est liée, 80 p. 100 de nos exportations étant destinées aux États-Unis; la valeur du dollar canadien qui dépend du dollar américain; notre marché de l'exportation qui s'amenuise et notre marché de l'importation qui connaît de l'expansion. Nous pouvons certes nous pencher sur la question microéconomique des fonds de couverture, mais nous pouvons également aborder la question des fonds de couverture d'un point de vue macroéconomique, dans lequel cas l'échelle serait différente.

À l'heure actuelle, le comité examine les façons de gérer les fonds de couverture, mais ce qui me préoccupe principalement, c'est de trouver les moyens de nous prémunir contre une récession majeure aux États-Unis. Comment pouvons-nous protéger les consommateurs canadiens contre une récession américaine?

**M. Dodge :** C'est une excellente question, dont la réponse réside dans la question des déséquilibres mondiaux. Je vais demander à M. Jenkins d'y répondre, puisque c'est un sujet auquel il travaille.

**Paul Jenkins, premier sous-gouverneur, Banque du Canada :** Madame le sénateur, vous avez soulevé des questions importantes. Permettez-moi de commencer par la question des déséquilibres mondiaux. Comme vous l'avez indiqué, la réflexion porte essentiellement sur le déficit du compte courant américain, car les États-Unis sont un pays de « désépargnes », si vous me passez l'expression. Le revers de la médaille, c'est ce que nous constatons ailleurs dans le monde, surtout en Asie et en Chine. En effet, dans ces pays, l'accumulation de réserves et les surplus du compte courant nous préoccupent. Nous avons discuté de ces questions, en privé comme en public, avec des responsables partout dans le monde.

It comes down to issues of wanting to see rotation of demand. That is, you want to see countries like China and Japan growing with more reliance on their domestic growth rather than through exports. Part of that must be through more flexibility in exchange rates, so you get into this issue of an exchange rate regime. We have been arguing quite vigorously that to address these global imbalances we need more exchange rate flexibility. This includes China and we need other countries outside North America to promote policies that will strengthen domestic demand within their countries. All of that will work towards addressing these global imbalances.

In our *Monetary Policy Report*, we continue to point to this as an issue, but we are seeing some evidence that this is evolving in a positive way. You are beginning to see more growth outside North America, stronger growth in Japan and somewhat stronger domestic demand growth in China as well. We are beginning to see some evidence that things are moving in the right direction but this will continue to be a very important issue.

The other part of your question relates to the United States economy. I would not want you to go away thinking that we are of the view that there will be a recession in the United States because that is not the case. We are looking for growth in the United States to slow this year to something in the order of 2 per cent to 2.1 per cent and then begin to pick up in 2008-09. This slowing is very much part of this adjustment process. The housing market in the United States is going through an adjustment but we are seeing other parts of the U.S. economy, such as the service sector continuing to grow. Our base case view is that the U.S. economy will continue to grow, the world economy will continue to expand and Canada will benefit.

In terms of what we can do to continue to position ourselves to grow, we need to continue to have policies that can promote flexibility to adapt to changing situations including the flexible exchange rate, about which we talked earlier and the importance of flexibility in moving resources from one sector to another. These are areas we will have to continue to focus on going forward.

**Senator Ringuette:** You have indicated that the growth of domestic demand is a key indicator. I can see that Asia and Western Europe have growth in domestic demand because of the growing revenues per capita. However, the flip side to that indicator is that for a developed nation like Canada, the growth in domestic demand is not as high as the growth for import demands. Our import ledger is growing while the export ledger is shrinking. I know that has a lot to do with an adjustment of the global economy and wage rates, productivity, efficiency, and so forth. However, it is a concern for me because I see,

Il s'agit maintenant de souhaiter qu'il y ait une rotation de la demande. Autrement dit, on souhaite voir des pays comme la Chine et le Japon afficher une croissance qui est davantage tributaire de l'expansion de leur économie intérieure que de leurs exportations. La solution passe entre autres par une plus grande flexibilité des taux de change, ce qui nous amène à la question du régime de taux de change à adopter. Depuis un certain temps, nous affirmons avec vigueur que, pour régler les déséquilibres mondiaux, nous devons jouir d'une plus grande flexibilité du taux de change. Cela comprend la Chine, mais nous devons convaincre d'autres pays en dehors de l'Amérique du Nord de promouvoir des politiques visant à renforcer la demande intérieure. Autant de facteurs qui contribueront à s'attaquer aux déséquilibres mondiaux.

Dans notre *Rapport sur la politique monétaire*, nous signalons sans cesse cette question, mais nous commençons à voir des signes d'une évolution positive. En effet, nous commençons à constater une plus grande croissance en dehors de l'Amérique du Nord, une expansion affermie au Japon et une progression de la demande intérieure quelque peu plus forte en Chine également. Nous voyons donc des signes que les choses sont en train d'évoluer dans le bon sens, mais la question continuera d'être très importante.

Le deuxième volet de votre question concerne l'économie américaine. Je ne voudrais pas que vous partiez d'ici en pensant que nous sommes d'avis qu'il y aura récession aux États-Unis, parce que ce n'est pas le cas. En fait, nous escomptons un ralentissement de la croissance aux États-Unis cette année, laquelle croissance se situera entre 2 et 2,1 p. 100, avant de reprendre de l'élan en 2008-2009. Ce ralentissement s'inscrit tout à fait dans un processus d'ajustement. Le marché du logement aux États-Unis traverse une période d'ajustement, tandis que d'autres secteurs de l'économie américaine, notamment celui des services, continuent de croître. Selon notre scénario de base, l'économie américaine continuera d'afficher une expansion, tout comme l'économie mondiale, et le Canada en profitera.

Quant aux mesures que nous devons prendre pour continuer notre croissance, nous devons continuer de conduire des politiques qui font la promotion de la flexibilité, ce qui nous permettrait de nous adapter à différentes conjonctures, y compris un taux de change flexible, que nous avons évoqué plus tôt, et nous devons accorder de l'importance à la flexibilité dans le mouvement des ressources d'un secteur à l'autre. Voilà donc les orientations que nous devons suivre à l'avenir.

**Le sénateur Ringuette :** Vous avez indiqué que la croissance de la demande intérieure est un facteur clé. Je peux voir que l'Asie et l'Europe occidentale affichent une croissance de la demande intérieure en raison de l'augmentation des revenus par habitant. En contrepartie, dans un pays développé comme le Canada, la croissance de la demande intérieure n'est pas aussi forte que celle de la demande au chapitre des importations. En effet, nos importations augmentent, alors que nos exportations sont à la baisse. Je sais que cela a beaucoup à voir avec l'ajustement de l'économie mondiale et les taux de rémunération, la productivité,

not tomorrow or next year, but maybe in a decade that this domestic demand indicator will become a serious impediment to our global competitiveness.

**Mr. Jenkins:** Domestic demand covers consumption, business fixed investment, investment in residential construction, and government spending on goods and services. We have had a very robust domestic economy over the past couple of years and we see that robust growth continuing in Canada. Some of that is generated from the good policies within Canada but you are also seeing clearly the benefits of a very strong world economy. The most vivid example of that is through the very high commodity prices which reflect the strength of demand around the world. That is generating a great deal of income for the Canadian economy. That, of course, in turn supports domestic demand growth.

We continue to look for exports to grow. You are absolutely right that import growth has been fairly strong because of the strength of domestic demand. The balance between exports and imports has been a drag in the last year in terms of contribution to growth. We expect that to continue this year but we do not see that continuing through 2008-09. The domestic side of our economy has been robust and we think it will continue to remain robust. As we go forward, we will begin to see that balance between exports and imports no longer being a drag as it has been in the last couple of years.

**The Chairman:** I have a factual comment about Senator Ringuette's important question. Based on the materials we received, imports have been growing more quickly than exports in the last three years. This is based on information we received from the Department of Finance. In 2005-06, the real growth of imports surpassed that of exports by 5 percentage points. Senator Ringuette is raising the important question as to whether or not this is a serious cycle that will ultimately, or in the short term, affect us. Is it having a drag on our domestic economy?

I think the question Senator Ringuette's statistical question bears going on the record.

**Mr. Jenkins:** The strength of the domestic side of our economy is what has given rise to the strength of imports. Some of that strength of domestic demand is showing up in terms of import growth, absolutely. You are seeing that in terms of strength of business fixed investment that has traditionally been an area that has shown strong import growth when business fixed investment within Canada has been very strong. Yes, indeed, that has been a factor behind the strength of imports.

Our point is that going forward, that strength of import demand will not continue to be a drag the way it has been because we are looking for exports to begin to pick up as the U.S. economy shows some strength.

**Senator Ringuette:** Our Canadian dollar is going up, too, in relative terms.

l'efficacité et ainsi de suite. Cela étant dit, la situation m'inquiète, parce que je vois que, peut-être pas demain ni l'année prochaine, mais dans une décennie, l'indicateur de la demande intérieure deviendra un obstacle de taille à notre compétitivité mondiale.

**M. Jenkins :** La demande intérieure couvre la consommation, l'investissement fixe des entreprises, l'investissement dans la construction résidentielle ainsi que les dépenses publiques aux titres des biens et services. Au cours des dernières années, notre économie intérieure s'est révélée très robuste, et nous escomptons que cette croissance robuste se poursuivra au Canada. C'est, en partie, le résultat des bonnes politiques adoptées par le Canada, mais nous constatons également les avantages qui découlent d'une économie mondiale très forte. L'exemple le plus parlant est le prix très élevé des produits de base, reflet de la force de la demande mondiale. Cela génère énormément de revenus pour l'économie canadienne. Bien entendu, cela appuie également la croissance de la demande intérieure.

Nous attendons toujours la croissance des exportations. Vous avez absolument raison de dire que la croissance des importations a été très forte en raison de la force de la demande intérieure. L'équilibre entre les exportations et les importations a eu pour effet, l'année dernière, d'être un boulet limitant la croissance de l'économie. Nous prévoyons la même chose cette année, mais pas au-delà de 2008-2009. L'économie intérieure a été très forte, et nous pensons qu'elle continuera de l'être. Avec le temps, l'équilibre entre les exportations et les importations n'aura plus l'effet d'un boulet qu'il a eu ces dernières années.

**Le président :** J'ai une observation factuelle à faire concernant la question importante soulevée par le sénateur Ringuette. Selon les documents que nous avons reçus, les importations ont crû plus vite que les exportations au cours des trois dernières années. Ces informations nous ont été fournies par le ministère des Finances. En 2005-2006, la croissance réelle des importations a dépassé celle des exportations de cinq points de pourcentage. Le sénateur Ringuette a soulevé une question importante, à savoir s'il s'agit là d'un cycle inquiétant qui, à court ou à long terme, aura une incidence sur nous. Cela nuit-il à notre économie intérieure?

Je pense que la question du sénateur Ringuette sur les statistiques mérite d'être reprise.

**M. Jenkins :** La force de l'économie intérieure a donné une impulsion aux importations. La force de la demande intérieure se manifeste notamment par l'expansion des importations. On le voit par exemple au chapitre des investissements en capitaux fixes des entreprises, et traditionnellement, c'est un élément de l'économie qui affiche une forte expansion des importations quand les investissements en capitaux fixes sont très forts au Canada. La réponse est donc oui, c'est un facteur ayant contribué à la force des importations.

Nous voulons faire ressortir le fait que la force de la demande au chapitre des importations n'aura plus un effet de boulet comme cela a déjà été le cas, car nous escomptons que les exportations commenceront à se redresser avec la reprise de l'économie américaine.

**Le sénateur Ringuette :** Le dollar canadien s'apprécie également par rapport aux autres devises.

**Mr. Jenkins:** You are also looking at a stronger U.S. economy overall. You have very strong commodity prices.

We see domestic demand continuing to be robust. We see the overall growth of the economy remaining very close to its production capacity and that import growth will not be a drag on overall growth to the extent that you are suggesting.

**The Chairman:** Thank you, Senator Ringuette. Do you have anything more?

**Senator Ringuette:** Much more but I do not want to monopolize the time.

[Translation]

**Senator Biron:** Could the appreciation of the Canadian dollar change your projections, which indicate that inflation should be relatively stable in 2007, 2008 and 2009? How can you limit fluctuations and try to keep the Canadian dollar between \$0.85 and \$0.90?

**Mr. Dodge:** I will answer the first question which is simpler. I will leave the second question to my colleague.

Our projections are based on the hypothesis that the Canadian dollar will stay between \$0.0865 and \$0.0895. This is a hypothesis that we use for our forecast. Exchange rates are very volatile on a daily and on a weekly basis.

In July, when we will make a new complete analysis, if the exchange rate changes substantially, we will take this into account and make new projections.

The important thing for our monetary policy is not only the exchange rate as such, but we must see what causes the fluctuations. When we came before you two years ago, we explained this.

Now I will let Mr. Jenkins respond to your second question.

**Mr. Jenkins:** I think that in this case, the most important point is our projection of the inflation rate. Inflation, plus the core consumer price index, should come back to 2 per cent by the end of 2007. This will have an impact on all the other factors. First, there is the fact that the Canadian economy will strike a balance between supply and demand. Due to a vigorous world economy, the price of imported goods will rise slightly above its current level. The combination of these two factors will enable us to keep the inflation rate at 2 per cent until the end of 2007.

[English]

**Senator Tkachuk:** Welcome, Governor Dodge, and I apologize; I was at another meeting and I was not able to be here for your presentation, but I have read it. I apologize to the questioners to whom I was not paying much attention, as I was trying to catch up on what you said.

**M. Jenkins :** Il faut dire que l'économie américaine dans son ensemble s'est raffermie. Les prix des produits de base sont également très élevés.

Nous prévoyons que la demande intérieure continuera d'être robuste. La croissance globale de l'économie demeurera très proche de la capacité de production et la croissance des importations ne freinera pas la croissance globale comme vous semblez le dire.

**Le président :** Je vous remercie, sénateur Ringuette. Avez-vous autre chose à ajouter?

**Le sénateur Ringuette :** Bien des choses, mais je ne veux pas monopoliser les témoins.

[Français]

**Le sénateur Biron :** L'appréciation du dollar canadien pourrait-elle affecter vos prévisions selon lesquelles l'inflation sera relativement stable au cours des années 2007, 2008 et 2009? De quelle façon pouvez-vous contenir une modulation ou essayer de maintenir le dollar canadien entre 0,85 \$ et 0,90 \$?

**M. Dodge :** Je répondrai à la première question, qui est plus simple et laisserai la deuxième à mon collègue.

Nos projections sont basées sur une hypothèse que le dollar canadien restera entre ,0865 \$ à ,0895 \$. C'est une hypothèse pour notre projection. Il y a beaucoup de volatilité de jour en jour, de semaine en semaine, dans le taux de change.

En juillet, lorsque nous ferons à nouveau notre analyse complète, s'il y a un grand changement dans le taux de change, on fera de nouvelles projections et il faudra en tenir compte dans ces projections.

Mais quant à notre politique monétaire, ce qui est important, ce n'est pas seulement le taux de change lui-même, mais les raisons de ces fluctuations. Lors de notre visite, il y a deux ans, nous vous avons expliqué cela.

Je laisserai le soin à M. Jenkins de répondre à votre deuxième question.

**M. Jenkins :** Je pense que le point le plus important ici est notre prévision en ce qui concerne le taux d'inflation. L'inflation majorée par l'indice de référence devrait revenir à ce niveau de 2 p. 100 à la fin de 2007. Cela va se refléter sur tous les facteurs. D'abord, le fait que l'économie canadienne va être en équilibre entre le niveau de l'offre et de la demande. Vu la vigueur de l'économie mondiale, le prix des biens d'importation sera un peu plus élevé que maintenant. Ces deux facteurs réunis seront une force pour préserver un taux d'inflation à 2 p. 100 d'ici la fin de 2007.

[Traduction]

**Le sénateur Tkachuk :** Bienvenue, monsieur le gouverneur, et je m'excuse d'être arrivé en retard, car j'étais à une autre réunion; je n'ai donc pas pu assister à votre exposé. Cela dit, je l'ai lu. Je m'excuse également auprès des autres intervenants de ne pas avoir écouté attentivement, car j'essayais de comprendre ce qui a été dit.

I want to ask about the Canadian dollar. It is hard to believe that in 2002 we were talking about a 62-cent dollar; today we are talking about a 91-cent dollar. As you know, I am a believer in a strong dollar and was critical of the 62-cent dollar and thought we were deliberately doing that.

**Mr. Dodge:** I remember that, senator.

**Senator Tkachuk:** At the same time, with the dollar rapidly rising, you have held the interest rate stable, and I congratulate you for that. I was not too much worried about the inflationary rate; I was worried that our manufacturers would have a difficult time adjusting to the new dollar and the new dollar rate.

There are those who argue that the dollar has risen too far. I am not necessarily in agreement with them; nonetheless, there are those who say that the dollar is hurting our ability to export.

Would you like to make some comments about whether you think the dollar has risen too far too fast and what you see are some of the problems because of that rise?

**Mr. Dodge:** I can only repeat what I said when we tabled our report, senator. We looked at the appreciation up until the early part of April, because that is when we were doing the report. Between January and early April, the appreciation of three cents seemed to reflect firming of all sorts of commodity prices, minerals continued to climb, oil was climbing and there was a firming of grain and oilseed prices. At the same time, there was some recovery in the automobile sector from the rather depressed levels of the last quarter of last year as inventories were brought into line.

Our assessment is that the movement largely reflected real economic forces in the market. Our policy, as we explained a couple of years ago when we were here, is that we do not have to take monetary policy action to offset that as it is doing what markets do.

There has been a lot of volatility over the last three or four weeks. We will see where things settle out. When we sit down and look at everything again, prior to our July report, we will have to make another assessment. We cannot make that assessment on a day-to-day or weekly basis because these movements are fairly volatile.

**Senator Tkachuk:** While our dollar has held reasonably steady against the Euro, it is the American dollar that is fluctuating against it quite a bit. The American interest rates are substantially higher than our interest rates, yet our dollar is increasing in value over theirs. It seems to me that if they take action to strengthen their dollar that will cause problems for their economy as well. I do not know if they are deliberately dropping the dollar down, but they are believers in a very strong dollar. I find what is happening a little strange.

Je voudrais poser une question sur le dollar canadien. Il est difficile de croire qu'en 2002, le dollar se situait autour de 62 cents, alors qu'il est aujourd'hui d'environ 91 cents. Comme vous le savez, je crois en un dollar fort et j'ai été critique à l'endroit du dollar qui valait 62 cents, et je croyais même qu'on le faisait sciemment.

**M. Dodge :** Je m'en rappelle, sénateur.

**Le sénateur Tkachuk :** En même temps, avec l'appréciation rapide du dollar, vous avez maintenu stable le taux d'intérêt, et je vous en félicite. Je ne craignais pas beaucoup un taux inflationniste; je craignais que nos manufacturiers aient de la difficulté à s'adapter à l'appréciation du dollar.

D'aucuns vous diront que le dollar s'est trop apprécié. Je ne partage pas forcément cet avis. Cela dit, d'autres estiment que cette appréciation nuit à notre capacité d'exporter.

Voudriez-vous nous dire si vous pensez que le dollar s'est trop apprécié trop vite et, le cas échéant, quelles pourraient en être les conséquences?

**M. Dodge :** Je ne peux répéter que ce que j'ai dit quand nous avons déposé notre rapport, monsieur le sénateur. Nous avons examiné la question de l'appréciation jusqu'au début du mois d'avril, c'est-à-dire quand nous avons livré notre rapport. Entre janvier et le début avril, l'appréciation de trois cents semblait coïncider avec la montée de toutes sortes de prix de produits de base et d'ailleurs le cours des minerais a continué de grimper, celui du pétrole aussi, sans oublier ceux des céréales et des oléagineux. Parallèlement, à mesure que les stocks se sont écoulés, le secteur automobile s'est relevé quelque peu de la situation plutôt mauvaise dans laquelle il se trouvait au dernier trimestre de l'année dernière.

D'après notre évaluation, ce mouvement tenait essentiellement compte des forces économiques réelles du marché. Notre politique, comme nous vous l'avons expliqué il y a quelques années à l'occasion d'une comparution devant vous, c'est que nous n'avons pas besoin de prendre des mesures monétaires pour contrebalancer les forces du marché.

Il y a eu énormément de volatilité ces trois ou quatre dernières semaines. Nous verrons à quel niveau les choses se stabiliseront. Quand nous referons notre analyse de la situation avant de rendre public notre rapport de juillet, nous referons une autre évaluation. Nous ne pouvons pas faire cette évaluation au jour le jour ou toutes les semaines parce que les fluctuations sont assez erratiques.

**Le sénateur Tkachuk :** Notre dollar s'est assez bien tenu par rapport à l'euro, mais c'est le dollar américain qui fluctue passablement par rapport au nôtre. Les taux d'intérêt américains sont considérablement plus élevés que les nôtres et pourtant notre dollar s'apprécie par rapport au dollar américain. Il me semble que, si les Américains prennent des mesures pour renforcer leur dollar, cela aura des conséquences négatives pour leur économie aussi. Je ne sais pas s'ils permettent délibérément que leur dollar baisse, mais ils croient fermement aux vertus d'un dollar fort. Je trouve la situation plutôt étrange.

**Mr. Dodge:** I do not think it is so strange if you look at what is going on around the world. We talked a moment ago about commodities. Our domestic economy went through that adjustment in the last quarter of last year to bring output back into line by the end of the year and it has been growing reasonably well. We have public finances, which are well under control, and we are pretty clear about how we will run monetary policy and what factors we will take into account as we do that.

There are many reasons to think that Canada in pretty good shape. Some of that clearly is factored in, but we really cannot say anything of any value on the day-to-day or week-to-week movements in that currency.

**Mr. Jenkins:** The U.S. needs to move away from less growth reliance on domestic demand and more reliance on their net exports. The broad trend of movement of the U.S. dollar is consistent with that macro story we were getting to earlier.

**Senator Tkachuk:** Commodity prices are rising and energy prices are increasing rapidly. Canada is an energy user; it is cold here and the distances are great. We have to heat our plants. It was 30 below zero in the West this year. Housing prices are increasing at more than the rate of inflation and have over the last recent years. Inflation is 2.2 per cent. I look at the numbers and I wonder what is going on. Where is that coming from, or is it all from China?

**Mr. Dodge:** Senator, Canadians ask us that question often. We believe that Statistics Canada produces a consumer price index that is truly second to none in the world in being representative of the basket of goods that Canadians consume. It does not underestimate inflation. However, the prices of the goods that we buy every day are moving up rapidly, such as gasoline, and in a sense, that becomes our mental image of the status of prices. We go to the grocery store each week and see that the prices of a number of foods move around especially fruits and vegetables, which are quite high right now. As well, we see the prices of foods that are heavily influenced by grain prices in one way or another — chickens, dairy products or bakery products — moving in response to the movement in grain prices. We see daily what happens to the prices of items that we buy regularly. We do not see as regularly what is happening to the prices of goods that we purchase less frequently, even though they might constitute a big chunk of our basket over the years.

Going back to the earlier question, the prices of imported goods have been coming down in Canada. When we buy furniture, kitchen appliances, clothing or footwear, which we do much less frequently than we buy food or gasoline, we do not appreciate that the price of those items is moving down.

It is natural to have the current perception that prices are moving up faster than the basket indicates.

**M. Dodge :** Je ne crois pas que cela soit particulièrement étrange, compte tenu de ce qui se passe ailleurs dans le monde. Nous avons parlé il y a un instant de produits de base. Notre économie a dû faire ce même ajustement au dernier trimestre de l'an dernier afin de réaligner la production avant la fin de l'année, et l'économie a crû raisonnablement bien depuis. Les finances publiques sont bien maîtrisées, et nous avons une idée assez claire de la politique monétaire optimale et des facteurs qu'il faut prendre en compte pour arrêter cette politique.

Il y a de nombreuses raisons de croire que le Canada se porte plutôt bien. Certains de ces facteurs sont pris en compte, mais nous ne pouvons pas réellement nous prononcer sur les fluctuations de la devise d'un jour sur l'autre ou d'une semaine sur l'autre.

**M. Jenkins :** Les États-Unis doivent compter moins sur la demande intérieure et miser davantage sur leurs exportations nettes. Les fluctuations tendancielles du dollar américain reflètent ces choix macroéconomiques dont nous avons parlé plus tôt.

**Le sénateur Tkachuk :** Le cours des produits de base est en hausse, et les prix de l'énergie augmentent rapidement. Le Canada est un consommateur d'énergie; il fait froid ici et les distances sont grandes. Nous devons chauffer nos usines. Dans l'Ouest, cette année, il a fait 30 sous zéro. Le prix des logements augmente deux fois plus rapidement que le taux d'inflation depuis quelques années. L'inflation se situe à 2,2 p. 100. Quand je regarde les chiffres, je me demande ce qui se passe. Qu'est-ce qui explique cela et est-ce dû uniquement au poids de la Chine?

**M. Dodge :** Sénateur, les Canadiens posent souvent la même question. Nous croyons que Statistique Canada publie un indice des prix à la consommation qui est inégalé ailleurs dans le monde par la qualité et l'image qu'il donne du panier de biens que consomment les Canadiens. Cet indice ne sous-estime pas l'inflation. Toutefois, le prix des biens que nous achetons tous les jours augmente rapidement, notamment celui de l'essence, ce qui, dans une certaine mesure, est perçu comme le reflet de l'ensemble des prix. Nous faisons l'épicerie toutes les semaines et nous constatons que les prix de certaines denrées, surtout les fruits et légumes, varient d'une semaine sur l'autre et sont plutôt élevés à l'heure actuelle. En outre, nous voyons que les prix des aliments qui sont fortement influencés par le cours des céréales — poulets, produits laitiers ou produits de boulangerie — évoluent dans le même sens que le cours des céréales. Nous constatons tous les jours l'évolution des prix des biens que nous achetons régulièrement. Nous ne sommes pas aussi sensibles à l'évolution des prix des biens que nous achetons moins fréquemment, même si, au fil des ans, ils représentent une part plus importante de ce panier.

Quant à la question posée plus tôt, les prix des biens importés sont en baisse au Canada. Quand nous achetons des meubles, des appareils ménagers, des vêtements ou des chaussures, ce que nous faisons moins fréquemment que nous n'achetons des aliments ou de l'essence, nous ne remarquons pas que ces prix sont en baisse.

C'est normal d'avoir l'impression que les prix augmentent plus rapidement que ne semble l'indiquer le panier de biens qui sert à calculer l'indice.

**Senator Goldstein:** Mr. Dodge and Mr. Jenkins, it is always informative to hear your comments. The bulk of the questions that I wanted to ask were asked by Senator Biron and Senator Tkachuk on the exchange rate, which is of concern. Your hypothesis relates to an exchange rate of 84.5 cents to 89.5 cents to buy U.S. \$1. Today, the rate is about 90 cents. I understand that one of the economists is looking at 92.5 cents to buy U.S. \$1 within the next month or two. That is a huge differential and has affects on the ability of Canadian manufacturers to export. As well, it has the reverse affect on our ability to buy imports and on the cost of imports. You are quite right to say that it is part of a world economy adjustment and so we have to live with it.

Many years ago, the Bank of Canada used to intervene to either buy or sell Canadian dollars in order to ensure an orderly rise or fall in the dollar rather than sudden rises and falls. Does the bank still buy and sell dollars?

**Mr. Dodge:** No, since 1998 our policy has been not to intervene on anything other than an extraordinary basis. Since that time, we have not had an extraordinary basis on which to intervene on behalf of the Canadian dollar.

**Senator Goldstein:** What would you consider to be extraordinary? Is the rise to 92.5 cents extraordinary from your perspective?

**Mr. Dodge:** No, we have some volatility in that market and when we look at the charts, we can see that we have had quite a bit of movement over the course of this year, both up and down. It always seems to begin its move on or near the day that the Bank of Canada is to release its report. I do not know whether that is cause or coincidence. The markets are relatively orderly. We found that we were not getting additional stability through our intervention and so we decided to stop.

**Senator Angus:** One of the things that we have liked about your term as Governor of the Bank of Canada, which was outlined, in a way, in the full column on Saturday, April 28, in the *Financial Post* by Mr. Corcoran. He said that there was a narrowly defined mandate, if you interpret it one way, for the Governor of the Bank of Canada, but there is also Mr. Dodge who delves into areas of great interest, and he listed many of them. Many are matters that this committee has picked up on from your statements for studies, including global imbalances, the hedge fund issue, income trusts and many things discussed today.

Mr. Dodge, you are not going out the door tonight and so the next nine months will be interesting in your area of expertise. Have you set priorities in terms of what you will focus on and raise over the next nine months?

**The Chairman:** This will help us to sharpen our activities as well.

**Le sénateur Goldstein :** Monsieur Dodge et monsieur Jenkins, j'apprends toujours beaucoup quand je vous écoute. Le sénateur Biron et le sénateur Tkachuk ont posé presque toutes les questions que j'allais poser sur le taux de change qui me préoccupe. Votre hypothèse tient compte d'un taux de change dans une fourchette de 84,5 cents à 89,5 cents par rapport au dollar américain. Aujourd'hui, c'est à environ 90 cents. Je crois comprendre que l'un des économistes prévoit que, dans un mois ou deux, ce sera à 92,5 cents. C'est une énorme différence, qui touche directement la capacité d'exporter des fabricants canadiens. Par ailleurs, cela a l'effet inverse sur notre capacité d'acheter des biens importés et sur le prix de ces importations. Vous avez tout à fait raison de dire que cela est dû à un ajustement qui frappe l'économie mondiale toute entière et que nous devons nous y adapter.

Il y a de cela de nombreuses années, la Banque du Canada intervenait régulièrement en achetant ou en vendant des dollars canadiens afin de lisser les fluctuations du dollar, ce qui est préférable aux hausses et aux basses abruptes. La Banque continue-t-elle d'acheter et de vendre des dollars?

**M. Dodge :** Non, depuis 1998, nous n'intervenons pas sauf dans des circonstances exceptionnelles. Depuis ce temps, il n'y a pas eu de circonstances extraordinaires qui nous auraient incités à intervenir pour stabiliser le niveau du dollar canadien.

**Le sénateur Goldstein :** Qu'est-ce qui constituerait une circonstance extraordinaire? Un dollar à 92,5 cents constitue-t-il une circonstance extraordinaire à vos yeux?

**M. Dodge :** Non, le marché de change affiche une certaine volatilité et, quand nous analysons les graphiques, nous constatons qu'il y a eu énormément de fluctuations pendant l'année en cours, tant à la hausse qu'à la baisse. Ces fluctuations semblent toujours s'amorcer le jour de la publication du rapport de la Banque du Canada ou un peu avant. Je ne sais pas s'il y a un lien de cause à effet ou si c'est une pure coïncidence. Les marchés sont relativement ordonnés. Nous avons constaté que notre intervention n'assurait pas une plus grande stabilité et nous avons donc décidé d'y mettre fin.

**Le sénateur Angus :** C'est d'ailleurs l'un des aspects de votre mandat comme gouverneur de la Banque du Canada qui nous a le plus plu, mandat qu'a décrit M. Corcoran sur toute une colonne dans le *Financial Post* du samedi 28 avril. Il a dit que le mandat du gouverneur de la Banque du Canada est assez étroit, pour ceux qui souhaitent l'interpréter de cette façon, mais a ajouté que M. Dodge s'intéresse aussi à un grand nombre d'autres domaines et il en a énuméré une longue liste. Ce sont des domaines auxquels le comité s'est intéressé après avoir lu vos commentaires sur des sujets à approfondir, dont les déséquilibres mondiaux, les fonds de couverture, les fiducies de revenu et bon nombre des questions dont nous avons discuté aujourd'hui.

Monsieur Dodge, vous ne tirez pas votre révérence ce soir et les neuf prochains mois seront intéressants dans votre domaine de spécialisation. Avez-vous arrêté les priorités qui seront les vôtres au cours des neuf prochains mois?

**Le président :** Cela nous aidera à mieux cibler nos propres activités.

**Mr. Dodge:** We raised the key priority last November in our agreement with the government. We have operated with an inflation-targeting policy that has been largely unchanged in structure since 1991 and absolutely unchanged in target since 1994. By the time this current agreement ends in 2011, we will have been with the policy for 20 years. Other than New Zealand, we will have been the country with the longest experience in this unchanged policy. New Zealand had to change how they operated along the way.

We raised the issue that we think it is very important that, over the next two or three years so we finish well before the 2011 end to that agreement, we bear down — both our researchers in the bank and outside the bank and outside Canada — and look at the fundamentals of the targeting procedure that we have been using. Likely the most important thing over the course of 2007, because we gave ourselves only three years, is that we get the process well launched. It is hard work and we need to ensure that we engage people's interest to do the research and that we engage the Canadian community in it as well.

We are very happy that the C.D. Howe is going to pick up and try to drive this as well.

One thing that is important from a longer-term perspective is that we do get that homework done on what is our fundamental role here and where we can make our biggest contribution to the welfare of Canadians if we get it right. That is probably the most important single thing although there are many other individual issues.

On the international side, we have talked a little bit about it in response to earlier questions. I will continue to try to push forward the reforms at the IMF and try to create a framework where we, as national authorities, really do talk to one another under the aegis of the fund. I would say of one domestic issue and one international issue, those would be the two.

**The Chairman:** Your reports are always fascinating. I am always interested in the relationship of the inflationary rate to growth. On page 9, growth in Canada, real growth in 2005 was 2.9 per cent; 2006 was 2.7 per cent and then you have a good discussion about your views on it at the top of page 9. You say that your projections were 2.4 per cent for 2007 and now you are looking at 2.5 per cent for the first quarter.

Then when I turn over to page 27 to look at the discussion, when I look at the print it seems to reflect that, but if I look at the notes on the side, there is, forgive me, Governor, a bit of a typing error or something, GDP growth is projected to be 2.2 per cent. I think you mean 2.50 per cent: is that correct.

**Mr. Dodge:** No, senator, you have put your finger on a problem that we always have.

**The Chairman:** Please explain, because we believe in clarity in this committee.

**M. Dodge :** Nous avons fait état de notre grande priorité en novembre dernier dans l'accord que nous avons conclu avec le gouvernement. Nous avons eu pour politique de contenir l'inflation, et cette politique a peu changé depuis 1991 et n'a pas du tout changé depuis 1994. Quand l'accord en vigueur prendra fin en 2011, nous aurons eu la même politique pendant 20 ans. Exception faite de la Nouvelle-Zélande, nous aurons été le pays à pratiquer le plus longtemps cette politique. La Nouvelle-Zélande a dû adopter une politique différente en cours de route.

Nous avons dit croire qu'il est très important qu'au cours des deux prochaines années nos propres analystes et ceux de l'extérieur de la Banque du Canada s'attaquent sérieusement à examiner les procédures que nous avons utilisées pour établir l'indice de référence afin que nous terminions cet exercice bien avant l'échéance de l'accord en 2011. Ce sera sans doute la tâche la plus importante pour 2007 puisque nous nous sommes donné trois ans seulement pour la mener à bonne fin. Cela sera ardu, et nous devons nous assurer de mobiliser nos gens pour qu'ils effectuent les recherches nécessaires et nous devons aussi mobiliser les intervenants au Canada.

Nous sommes très heureux de voir que l'Institut C. D. Howe participera activement au processus.

À long terme, il est important que nous fassions cette analyse de ce qui doit être notre rôle fondamental afin que nous puissions contribuer de façon optimale au bien-être des Canadiens en évitant de viser la mauvaise cible. C'est sans doute la tâche la plus importante même s'il y a de nombreux autres sujets d'intérêt.

Nous avons parlé brièvement de notre rôle sur la scène internationale lorsque nous avons répondu antérieurement à des questions. Je vais tenter de favoriser l'adoption de réformes au FMI et d'instaurer un cadre qui permettra aux autorités nationales d'avoir un dialogue fructueux au sein du Fonds. Ce sont nos deux principales préoccupations, l'une au plan intérieur et l'autre au plan international.

**Le président :** Vos rapports sont toujours fascinants. Je m'intéresse toujours particulièrement au lien entre le taux d'inflation et la croissance de l'économie. Selon l'information donnée à la page 9 au sujet de la croissance réelle au Canada, celle-ci s'est établie à 2,9 p. 100 en 2005 et à 2,7 p. 100 en 2006. Vous expliquez ensuite votre analyse au haut de la page 9. Vous dites que vous aviez projeté une croissance de 2,4 p. 100 pour 2007 et que vous prévoyez maintenant 2,5 p. 100 pour le premier trimestre.

Je me reporte à la page 27 du texte. Je constate que c'est bien ce que dit le narratif, mais les notes en marge contiennent, j'en suis désolé, monsieur Dodge, une coquille ou quelque chose du genre puisque la croissance du PIB serait de 2,2 p. 100. Je crois qu'on devrait lire 2,5 p. 100, n'est-ce pas?

**M. Dodge :** Non, sénateur, vous mettez le doigt sur un problème que nous avons toujours eu.

**Le président :** Je vous prie de nous l'expliquer parce que nous croyons en la limpidité dans notre comité.

**Mr. Dodge:** This is a tricky issue. There are two ways to calculate growth rates. One is to take, let us say, the fourth quarter of 2007 and compare it to the fourth quarter of 2006. That is one way. That is where you get these 2.5s. Those are doing it that way.

The other way, which is what you read most often in the newspapers and what you are seeing in the side column here because this is a convention, a way of expressing growth rates, is you take the average of the whole year of 2007 and compare it with the average of the whole year of 2006. That is what you see in the pull-out or the marginal thing. That is that calculation. That is almost always bound to be a different number.

**The Chairman:** That is the whole year.

**Mr. Dodge:** The whole year over the whole year, as opposed to the fourth quarter of the year over the fourth quarter.

**The Chairman:** So if I cut to the bottom line in all this, we have gone from 2.9 per cent in 2005 to 2.5 per cent in 2006 to 2.2 per cent in 2007. Am I right? I think it is important for the public to understand what your projections mean.

**Mr. Jenkins:** On this annual average basis, apples to apples, in 2006 the growth of the Canadian economy, you can see this on page 26, table 2, right at the very bottom, 2.7 per cent. Then for 2007, this is the 2.2 per cent that you were quoting, senator, so a slowing from 2006 to 2007, and then we see the economy rebounding to 2.7 per cent in both 2008 and 2009. Mr. Dodge referred to those annual averaged numbers.

**Mr. Dodge:** This is a real problem. I wish we had one convention that we all used.

**The Chairman:** That to my mind is a good clarification because people read these reports, we certainly do. You have made it clearer to me.

I have two other small issues. We are continuing our study at your urging, way back when, about interprovincial trade barriers. Today I had a conversation with an institute, trying to convince them to come and give witness because we are seeking evidence on this, and this gentleman replied that there is not really a problem with respect to interprovincial trade barriers. When he read the MacDonald report from 1985, he said the impact of interprovincial trade barriers was less than one quarter of one per cent on the economy. Is that your view?

**Mr. Dodge:** I cannot give you a precise number, but let us go back to what we said at the beginning. The real issue here is the flexibility of the Canadian economy. We are always going to get hit with shocks of one type or another, shocks that are inherently unpredictable. What is extraordinarily important is that we be able to adjust rapidly, at the lowest cost to those shocks, when they come along.

**M. Dodge :** C'est compliqué. Il y a deux façons de calculer les taux de croissance. Une façon de le faire consiste à prendre les données pour le quatrième trimestre de 2007 et de les comparer à celles du dernier trimestre de 2006. C'est une façon de faire. C'est ce qui donne 2,5 p. 100. C'est le résultat que donne cette méthode.

L'autre méthode dont vous entendez le plus souvent parler dans les quotidiens et dont vous voyez les résultats dans le texte en marge est en quelque sorte une convention, une façon d'exprimer les taux de croissance en prenant la moyenne pour l'ensemble de 2007 et en la comparant à la moyenne pour l'ensemble de 2006. C'est ce que vous voyez à la droite de la page, en marge. C'est le calcul que l'on fait. Le chiffre est presque toujours différent.

**Le président :** C'est pour l'année entière.

**M. Dodge :** L'ensemble de l'année comparé à l'ensemble de l'année précédente, par opposition à une comparaison entre le quatrième trimestre des deux années successives.

**Le président :** Ainsi, si je vais directement à l'essentiel, le taux de croissance est passé de 2,9 p. 100 en 2005 à 2,5 p. 100 en 2006 et à 2,2 p. 100 en 2007. C'est bien cela? Je pense qu'il est important que le public puisse comprendre vos projections.

**M. Jenkins :** Si l'on compare les moyennes annuelles, en 2006, la croissance de l'économie canadienne a été de 2,7 p. 100 comme l'indique le tableau 2, tout au bas, qui se trouve à la page 28. Ensuite en 2007, il y a les 2,2 p. 100 que vous avez cités, sénateur, ce qui indique un ralentissement en 2007 par rapport à 2006, puis une reprise dont le taux de croissance sera de 2,7 p. 100 en 2008 et en 2009. M. Dodge a cité ces chiffres basés sur la moyenne annuelle.

**M. Dodge :** C'est un véritable problème. J'aimerais que nous nous en tenions à une seule convention.

**Le président :** C'est une explication utile parce que les gens lisent ces rapports. Nous les lisons certainement. Vous avez éclairé ma lanterne.

J'aimerais aborder deux autres brèves questions. Nous poursuivons l'étude que vous nous aviez recommandé d'entreprendre à l'époque au sujet des obstacles au commerce interprovincial. Aujourd'hui, je me suis entretenu avec les représentants d'un institut pour tenter de les convaincre de venir témoigner sur cette question, et mon interlocuteur m'a répondu que les obstacles au commerce interprovincial ne constituent pas réellement un problème. Quand il a lu le rapport MacDonald de 1985, il a dit que l'incidence des obstacles au commerce interprovincial représentait moins de un quart de 1 p. 100 de l'économie. Êtes-vous d'accord?

**M. Dodge :** Je ne peux pas vous citer un chiffre précis, mais revenons à ce que nous avons dit au départ. Le véritable enjeu, c'est la capacité d'adaptation de l'économie canadienne. Nous serons toujours touchés par des chocs d'un genre ou d'un autre qui sont imprévisibles de par leur nature même. Ce qui est extrêmement important, c'est que nous puissions nous adapter rapidement à ces chocs quand ils se présentent et cela au moindre coût possible.

If we have rules and regulations that prevent labour, and particularly skilled labour, to move to where it is needed, to move from industries that it needs it in one province to another province, if we have rules that force additional costs on transporters when they are carrying goods across provincial borders, if we have rules that mean you have to package stuff differently in different provinces it just dramatically slows down the adjustment process.

In equilibrium perhaps everything will work out but we are never in equilibrium, we are always adjusting. The key is to minimize or to facilitate that adjustment, minimize the cost of those adjustments, whether they are people or goods and in particular, whether they are services that have to move across provincial boundaries. It is really very important. We have learned that it is a global issue in terms of international trade and a domestic issue in terms of interprovincial trade.

**The Chairman:** Governor thank you for that. That is a great commercial for our study. We have been trying to urge provincial authorities to come forward. We have convinced one or two of them to come and talk to us but we are going across the country to embarrass provinces to talk about this issue because they talk the talk but do not walk the walk. Our job will be to try to prod them to walk the walk to improve the economy because we share your strategic and macroeconomic concerns about that.

I want to again thank you for your advocacy on a single securities regulator. I hope we will be able to take this under strict advisement and give you some interesting news that you might find a good response to your concerns. Look in the newspapers next week.

**Mr. Dodge:** I will not look in the newspapers, I will look at this committee online because then it will be an accurate report.

**The Chairman:** Governor, and Deputy Governor Jenkins, thank you. Governor Dodge, when you leave your post you will not leave Canada behind.

I call this meeting adjourned.

The committee adjourned.

Si nous avons des règles et des règlements qui entravent la mobilité de la main-d'œuvre, particulièrement de la main-d'œuvre qualifiée, de sorte qu'elle ne puisse se rendre où la demande existe, dans une autre industrie ou dans une autre province, si nous avons des règles qui imposent des coûts additionnels aux entreprises qui transportent des marchandises d'une province dans une autre, si nous avons des règles qui obligent les entreprises à conditionner différemment leurs marchandises selon la provinces de destination, cela entrave sérieusement le processus d'adaptation.

En situation d'équilibre parfait, tout fonctionnerait peut-être sans heurts. Cependant, nous ne sommes jamais en situation d'équilibre, mais toujours en période d'adaptation. L'essentiel, c'est de réduire au minimum les perturbations et de faciliter l'adaptation et ses coûts, qu'il s'agisse de personnes, de marchandises ou, plus particulièrement, de services nécessitant des déplacements au-delà d'une frontière provinciale. C'est réellement très important. Nous avons constaté que c'est un problème qui touche le commerce international tout aussi bien que le commerce interprovincial.

**Le président :** Monsieur Dodge, merci. Vous nous avez fait de la belle publicité pour notre étude. Nous tentons de convaincre les autorités provinciales de venir témoigner. Nous en avons convaincu une ou deux de venir nous parler, mais nous allons parcourir tout le pays pour que les provinces se sentent gênées et acceptent de nous parler des obstacles au commerce interprovincial parce qu'elles sont fortes sur les vœux pieux qui ne sont toutefois pas suivis d'effets. Notre mission sera de les inciter à mettre en pratique ces vœux pieux afin d'améliorer le rendement de l'économie puisque nous partageons vos préoccupations d'ordre stratégique et macro-économique à cet égard.

Je tiens à vous remercier d'avoir défendu l'idée d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières. J'espère que nous examinerons attentivement vos arguments et que nous pourrons vous donner des nouvelles intéressantes qui vous plairont. Lisez les quotidiens la semaine prochaine.

**M. Dodge :** Je ne vais pas lire les journaux mais la transcription de vos délibérations sur Internet pour avoir un compte rendu exact.

**Le président :** Monsieur Dodge, monsieur Jenkins, merci. Monsieur Dodge, quand vous quitterez votre poste, le Canada ne vous quittera pas.

C'est terminé pour aujourd'hui.

La séance est levée.



*If undelivered, return COVER ONLY to:*

Public Works and Government Services Canada –  
Publishing and Depository Services  
Ottawa, Ontario K1A 0S5

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

Travaux publics et Services gouvernementaux Canada –  
Les Éditions et Services de dépôt  
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

---

WITNESSES

*Bank of Canada:*

David A. Dodge, Governor of the Bank of Canada;  
Paul Jenkins, Senior Deputy Governor.

TÉMOINS

*Banque du Canada :*

David A. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada;  
Paul Jenkins, premier sous-gouverneur.