

SENATE



SÉNAT

CANADA

First Session
Forty-first Parliament, 2011-12

*Proceedings of the Standing
Senate Committee on*

BANKING, TRADE AND COMMERCE

Chair:
The Honourable IRVING GERSTEIN

Wednesday, October 31, 2012
Thursday, November 1, 2012 (in camera)

Issue No. 25

Fifteenth meeting on:

The present state of the domestic and
international financial system

Twenty-second meeting on:

Review of the *Proceeds of Crime (Money Laundering)
and Terrorist Financing Act* (S.C. 2000, c. 17),
pursuant to section 72 of the said Act

WITNESSES:
(See back cover)

Première session de la
quarante et unième législature, 2011-2012

*Délibérations du Comité
sénatorial permanent des*

BANQUES ET DU COMMERCE

Président :
L'honorable IRVING GERSTEIN

Le mercredi 31 octobre 2012
Le jeudi 1^{er} novembre 2012 (à huis clos)

Fascicule n^o 25

Quinzième réunion concernant :

La situation actuelle du régime financier
canadien et international

Vingt-deuxième réunion concernant :

L'examen sur la *Loi sur le recyclage des produits
de la criminalité et le financement des activités terroristes*
(L.C. 2000, ch. 17), conformément à l'article 72 de cette loi

TÉMOINS :
(Voir à l'endos)

STANDING SENATE COMMITTEE ON
BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable Irving Gerstein, *Chair*

The Honourable Céline Hervieux-Payette, P.C., *Deputy Chair*
and

The Honourable Senators:

* Cowan (or Tardif)	Massicotte Moore
Greene Harb	Oliver Ringuette
* LeBreton, P.C. (or Carignan)	Smith (<i>Saurel</i>) Stewart Olsen
Maltais	Tkachuk

* Ex officio members

(Quorum 4)

Changes in membership of the committee:

Pursuant to rule 12-5, membership of the committee was amended as follows:

The Honourable Senator Oliver replaced the Honourable Senator Plett (*November 1, 2012*).

The Honourable Senator Plett replaced the Honourable Senator Oliver (*October 31, 2012*).

COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES
BANQUES ET DU COMMERCE

Président : L'honorable Irving Gerstein

Vice-présidente : L'honorable Céline Hervieux-Payette, C.P.
et

Les honorables sénateurs :

* Cowan (ou Tardif)	Massicotte Moore
Greene Harb	Oliver Ringuette
* LeBreton, C.P. (ou Carignan)	Smith (<i>Saurel</i>) Stewart Olsen
Maltais	Tkachuk

* Membres d'office

(Quorum 4)

Modifications de la composition du comité :

Conformément à l'article 12-5 du Règlement, la liste des membres du comité est modifiée, ainsi qu'il suit :

L'honorable sénateur Oliver a remplacé l'honorable sénateur Plett (*le 1^{er} novembre 2012*).

L'honorable sénateur Plett a remplacé l'honorable sénateur Oliver (*le 31 octobre 2012*).

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Wednesday, October 31, 2012
(59)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 2 p.m., in room 9, Victoria Building, the chair, the Honourable Irving Gerstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Gerstein, Greene, Harb, Hervieux-Payette, P.C., Maltais, Massicotte, Moore, Plett, Ringuette, Smith (*Saurel*), Stewart Olsen and Tkachuk (12).

Other senator present: The Honourable Senator Bellemare (1).

In attendance: Adriane Yong and Brett Stuckey, Analysts, Parliamentary Information and Research Service, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the order of reference adopted by the Senate on Tuesday, June 21, 2011, the committee continued its examination of the present state of the domestic and international financial system. (*For the complete text of the order of reference, see proceedings of the committee, Issue No. 1.*)

WITNESSES:*Bank of Canada:*

Mark J. Carney, Governor;

Tiff Macklem, Senior Deputy Governor.

The chair made an opening statement.

Governor Carney made a statement and, together with Mr. Macklem, answered questions.

At 4 p.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

OTTAWA, Thursday, November 1, 2012
(60)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met in camera this day at 10:30 a.m., in room 9, Victoria Building, the chair, the Honourable Irving Gerstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Gerstein, Greene, Harb, Hervieux-Payette, P.C., Maltais, Massicotte, Moore, Oliver, Ringuette, Smith (*Saurel*), Stewart Olsen and Tkachuk (12).

PROCÈS-VERBAUX

OTTAWA, le mercredi 31 octobre 2012
(59)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 14 heures, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Irving Gerstein (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Gerstein, Greene, Harb, Hervieux-Payette, C.P., Maltais, Massicotte, Moore, Plett, Ringuette, Smith (*Saurel*), Stewart Olsen et Tkachuk (12).

Autre sénateur présent : L'honorable sénateur Bellemare (1).

Également présents : Adriane Yong et Brett Stuckey, analystes, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement.

Aussi présents : Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 21 juin 2011, le comité poursuit son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte intégral de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 1 des délibérations du comité.*)

TÉMOINS :*Banque du Canada :*

Mark J. Carney, gouverneur;

Tiff Macklem, premier sous-gouverneur.

Le président ouvre la séance.

M. Carney fait une déclaration puis, avec M. Macklem, répond aux questions.

À 16 heures, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, le jeudi 1^{er} novembre 2012
(60)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à huis clos, à 10 h 30, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Irving Gerstein (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Gerstein, Greene, Harb, Hervieux-Payette, C.P., Maltais, Massicotte, Moore, Oliver, Ringuette, Smith (*Saurel*), Stewart Olsen et Tkachuk (12).

In attendance: Adriane Yong, Brett Stuckey and June Dewetering, Analysts, Parliamentary Information and Research Service, Library of Parliament.

Pursuant to the order of reference adopted by the Senate on Tuesday, January 31, 2012, the committee continued its review of the *Proceeds of Crime (Money Laundering) and Terrorist Financing Act* (S.C. 2000, c. 17), pursuant to section 72 of the said Act. (*For the complete text of the order of reference, see proceedings of the committee, Issue No. 9.*)

It was agreed that senators' staff be allowed to stay in the room and that Blackberries and cellular phones not be used.

Pursuant to rule 12-16(1)(d), the committee considered a draft agenda.

At 11:41 a.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

Également présents : Adriane Yong, Brett Stuckey et June Dewetering, analystes, Service d'information et de recherche parlementaires, Bibliothèque du Parlement.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 31 janvier 2012, le comité poursuit son examen de la *Loi sur le recyclage des produits de la criminalité et le financement des activités terroristes* (L.C. 2000, ch. 17), conformément à l'article 72 de cette loi. (*Le texte intégral de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 9 des délibérations du comité.*)

Il est convenu que le personnel des sénateurs soit autorisé à demeurer dans la pièce et que les appareils BlackBerry et les téléphones cellulaires ne puissent être utilisés.

Conformément à l'article 12-16(1)(d) du Règlement, le comité étudie un projet d'ordre du jour.

À 11 h 41, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

La greffière du comité,

Barbara Reynolds

Clerk of the Committee

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, October 31, 2012

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 2 p.m. to examine the present state of the domestic and international financial system.

Senator Irving Gerstein (*Chair*) in the chair.

[*English*]

The Chair: Members of the committee, we are delighted today to have with us Mr. Mark Carney, Governor of the Bank of Canada, along with Mr. Tiff Macklem, the Senior Deputy Governor.

As we know, Canada's economy has been functioning quite well. As a matter of fact, it has been at the forefront of the G8 countries, which is attributable to many but certainly including those before us today.

I recollect it is about a year ago that I had the privilege of saying that you would be named as Chairman of the Financial Stability Board. At that time, I recognize that it was not only a reflection on your professional ability and a reflection on Canada, but one that you should take personally as well and in which we all take great pride.

Governor, in your most recent *Monetary Policy Report*, you state "The economy is expected to pick up and return to full capacity by the end of 2013." That is good news. We look forward to hearing you expand upon this, as well as any other matters you wish to bring to our attention.

Mark J. Carney, Governor, Bank of Canada: Thank you. We are pleased to be with you this afternoon to discuss our October *Monetary Policy Report*, which we published last week.

[*Translation*]

The global economy has unfolded broadly as the bank projected in its July MPR. Growth has slowed in all major regions. The economic expansion in the United States is progressing at a gradual pace. Europe is in recession and recent indicators point to a continued contraction.

In China and other major emerging economies, growth has slowed somewhat more than expected. However, there are signs of stabilization around current growth rates.

Notwithstanding the slowdown in global economic activity, prices for oil and other commodities produced in Canada have, on average, increased in recent months. Global financial conditions have improved, supported by aggressive policy actions of major central banks. Sentiment, though, remains fragile.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 31 octobre 2012

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 14 heures, pour examiner la situation actuelle du régime financier canadien et international.

Le sénateur Irving Gerstein (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Mesdames et messieurs les membres du comité, nous sommes ravis d'accueillir aujourd'hui M. Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, ainsi que M. Tiff Macklem, premier sous-gouverneur.

Comme nous le savons, l'économie canadienne se porte plutôt bien. En fait, nous menons le peloton des pays du G8, ce qui est attribuable aux efforts de beaucoup, et certainement de ceux qui comparaissent aujourd'hui.

Je me rappelle qu'il y a environ un an, j'ai eu le privilège de dire que vous seriez nommé président du Conseil de stabilité financière. À cette occasion, j'ai redit que c'était la reconnaissance de votre capacité professionnelle et que cela rejaillissait sur le Canada, pour vous, un hommage personnel, et pour nous tous un objet de grande fierté.

Monsieur le gouverneur, dans votre plus récent *Rapport sur la politique monétaire*, vous dites : « l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013 ». C'est une bonne nouvelle. Nous avons hâte de vous entendre nous en dire plus à ce sujet, ainsi que sur toutes les autres questions que vous souhaitez porter à notre attention.

Mark J. Carney, gouverneur, Banque du Canada : Merci. Nous sommes heureux d'être ici parmi vous aujourd'hui pour discuter de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, que nous avons publié la semaine dernière.

[*Français*]

L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la banque énoncées dans le RPM de juillet. La croissance a ralenti dans l'ensemble des principales régions. L'économie américaine croît à un rythme graduel. L'Europe est en récession et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit.

En Chine et dans les autres pays émergents, la croissance a décéléré un peu plus que prévu. On observe toutefois des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels.

Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières produits par le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée, sous l'effet des mesures de politique énergétique prises par des grandes banques centrales. Cependant, le climat demeure fragile.

[English]

In Canada, while global headwinds continue to restrain economic activity, domestic factors are supporting a moderate expansion. Following the recent period of below-potential growth, as the chair noted, the economy is expected to pick up and return to full capacity by the end of 2013.

The bank continues to project that the expansion will be driven mainly by growth in consumption and business investment, reflecting in part very stimulative domestic financial conditions.

Housing activity is expected to decline from historically high levels. The household debt burden is expected to rise further before stabilizing by the end of the projection horizon.

There are upside and downside risks around the evolution of household imbalances. Residential investment could regain momentum, thereby reinforcing existing imbalances. Conversely, continuing high household debt levels could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. In this context, Canadian authorities, including the bank, are cooperating closely to monitor the financial situation of the household sector and are responding appropriately.

Canadian exports are projected to pick up gradually but remain below their pre-recession peak until the first half of 2014, reflecting weak foreign demand and ongoing competitiveness challenges. These competitiveness challenges include the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe haven flows and spillovers from global monetary policy.

After taking into account revisions to the national accounts, which had the effect of raising measured growth for this year, the bank now projects that the Canadian economy will grow by 2.2 per cent in 2012. Going forward, we expect growth of 2.3 per cent in 2013 and 2.4 per cent in 2014.

Core inflation has been lower than expected in recent months, and this reflects somewhat softer prices across a wide range of goods and services. It is expected to increase gradually over coming quarters, reaching 2 per cent by the middle of next year. As the economy gradually absorbs the current small degree of slack, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations remain well anchored.

Total CPI inflation has fallen noticeably below the 2 per cent target, as the bank expected. It is projected to return to target by the end of 2013, somewhat later than previously anticipated.

[Traduction]

Au Canada, bien que les vents contraires continuent de freiner l'activité économique, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. Après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, comme le président l'a mentionné, l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013.

La banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur notamment des conditions financières très expansionnistes au pays.

On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin. Le fardeau de la dette des ménages devrait continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection.

Des risques à la hausse et à la baisse entourent l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages. L'investissement résidentiel pourrait reprendre de l'élan, ce qui accentuerait les déséquilibres actuels. À l'inverse, le lourd endettement persistant des ménages pourrait engendrer une décélération plus vive qu'attendue des dépenses de ceux-ci. Dans ces circonstances, les autorités canadiennes, y compris la banque, en étroite collaboration, surveillent la situation financière du secteur des ménages et réagissent comme il se doit.

Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement, mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis comprennent la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale.

Ayant pris en compte les révisions apportées aux comptes nationaux, qui ont eu pour effet de faire augmenter la croissance mesurée pour l'année en cours, la Banque prévoit maintenant que l'économie progressera de 2,2 p. 100 en 2012. Les taux de croissance attendus sont de 2,3 p. 100 en 2013 et de 2,4 p. 100 en 2014.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions ces derniers mois. Cela tient au prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 p. 100 d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacité inutilisée présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restant bien ancrées.

L'inflation mesurée par l'IPC global a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 p. 100, comme prévu. Elle devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.

[Translation]

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. The bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, and that the U.S. fiscal cliff will be avoided. The three main upside risks relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks relate to the European crisis, weaker demand for Canadian exports and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

[English]

Overall, the bank judges that the risks to the Canadian inflation outlook are roughly balanced over the projection period. Reflecting all of these factors, on October 23 the bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. Over time, some modest withdrawal of monetary policy stimulus will likely be required, consistent with achieving the 2 per cent inflation target. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against global and domestic developments, including the evolution of imbalances in the household sector.

With that, we would be very pleased to take your questions.

The Chair: Thank you very much, Governor Carney. I listened assiduously to every word you said. There was one particular word I did not hear, and perhaps you might like it to comment on it — China.

Mr. Carney: I very briefly did mention China, Mr. Chair. Growth in China and other emerging markets has been slowing in recent quarters. Specifically with respect to China, to put figures around that, it has been growing at double digit rates for several years now. The most recent figures are in the 7.4 per cent annualized growth range.

The reasons for the deceleration of growth in China are several-fold, some positive and some cause for further study. The positive is that some of it is intentional. Chinese authorities had provided a great deal of stimulus following the fall of Lehman Brothers and the ongoing global recession, both fiscal and monetary stimulus. That had run its course. They tightened fiscal policy and lending standards for banks, and they tightened monetary policy quite significantly. The consequence of those three measures has been to slow the rate of growth in China.

[Français]

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Dans sa projection, la banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et suppose aussi que le précipice budgétaire aux États-Unis sera évité. Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada.

Les trois principaux risques à la baisse sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

[Traduction]

Dans l'ensemble, la banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 octobre, la banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 p. 100. Au fil du temps, une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 p. 100. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle internationale et nationale, y compris l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages.

Sur ce, nous serons heureux de répondre à vos questions.

Le président : Merci beaucoup, monsieur le gouverneur. J'ai écouté attentivement chacune de vos paroles. Il y a un mot que je n'ai pas entendu et dont vous aimeriez peut-être nous parler : Chine.

M. Carney : En fait, j'ai mentionné très brièvement la Chine, monsieur le président. La croissance en Chine et dans les autres pays émergents a ralenti au cours des derniers semestres. Pour ce qui est de la Chine, plus particulièrement, son taux de croissance était de plus de 10 p. 100 depuis plusieurs années. Selon les dernières données, son taux de croissance annualisé est d'environ 7,4 p. 100.

Plusieurs facteurs expliquent la décélération de la croissance en Chine, certains étant positifs et d'autres méritant une étude plus poussée. L'aspect positif est que ce ralentissement est en partie intentionnel. Les autorités chinoises ont pris d'importantes mesures, tant financières que monétaires, pour stimuler l'économie pendant la récession mondiale qui a suivi la faillite de Lehman Brothers. Ces mesures sont arrivées à leur terme. Les autorités ont resserré la politique financière et les normes de prêt des banques et elles ont resserré la politique monétaire de manière très importante. Ces trois mesures ont eu pour conséquence de ralentir le taux de croissance de la Chine.

Less anticipated by Chinese authorities, a few years ago by the Bank of Canada, certainly by European authorities as well, was how weak the European economy was going to be. Europe is China's most important export market, and Chinese exports to Europe have been falling on a year-on-year basis, not just slowing but actually falling, because of the weakness of demand in Europe. Obviously the United State's economy has been growing at a gradual pace, as we say, so there has continued to be positive export growth to the U.S., Canada and other jurisdictions. There has been more softening from external demand for China on top of measures they had taken.

The last element in terms of the slowdown in China is related to that second reason, which is the adjustment of demand or sources of growth in China. China, as many have remarked and we would agree, has been heavily reliant, perhaps overly so, on export-led growth and associated investment, with very high reliance on investment. To give one figure, the share of investment in GDP in China has increased over the last decade from about one-third of GDP to about one-half of GDP, and the consumption share has gone the converse, from one-half of GDP to about one-third of GDP. Consumption in Canada, for reference, is about 55 per cent of Canadian GDP. In the U.S., it has been 70 per cent of GDP.

China is in a long-predicted position, recognized by Chinese authorities as well, and it is very much recognized in their five-year plan, of trying to adjust to build more domestic sources of growth, notably domestic consumption, in a more sustainable investment profile within that economy. That is a welcome process, but it will take some time and will have some bumps.

All of that said, bottom line, we had expected China to slow. It has slowed slightly more than we would have expected, but we are at the bottom end of consensus on China. We are seeing signs that that deceleration may be ending, in other words, that the fourth quarter could be slightly stronger than the third quarter in China, and we do expect in our forecast the Chinese economy to expand about 7.75 per cent next year and the year following.

I said that was the last point, but I will make another last point, if I may. That 7.75 per cent growth will contribute the same amount of demand to the global economy as 14 per cent growth in China in 2007. That is how much the Chinese economy as a whole has grown over the intervening period, so the impulse of 7.75 per cent growth in China next year is \$800 billion of new demand to the global economy, measured on market exchange rates.

That is one the reasons why, even though China is slow, we still think that it makes an important contribution not just to global growth but also to support commodity prices, which are important for Canada.

Ce que n'avaient pas prévu les autorités chinoises, ni la Banque du Canada il y a quelques années, et certainement pas les autorités européennes, c'est la faiblesse de l'économie européenne. L'Europe constitue le principal marché d'exportation de la Chine et les exportations chinoises vers l'Europe diminuent d'année en année et il ne s'agit pas simplement d'un ralentissement mais d'une véritable baisse, en raison de la faiblesse de la demande en Europe. Bien sûr, l'économie américaine a crû à un rythme graduel, comme nous disons, de sorte que les exportations vers les États-Unis, le Canada et d'autres pays ont continué à croître. Aux mesures prises délibérément par la Chine, s'est ajouté un affaiblissement de la demande extérieure.

Le dernier élément du ralentissement en Chine est lié à cette deuxième raison, soit le rajustement de la demande ou des sources de croissance en Chine. Comme l'ont dit de nombreuses personnes, et nous sommes d'accord avec elles, la Chine dépend beaucoup, peut-être même trop, des exportations et encore plus des investissements qui leur sont associés pour assurer sa croissance. À titre d'illustration, l'apport des investissements dans le PIB de la Chine a augmenté au cours de la dernière décennie d'un tiers à un demi et inversement pour la consommation qui est passée de la moitié du PIB à environ un tiers. En comparaison, la consommation représente environ 55 p. 100 du PIB au Canada et 70 p. 100 aux États-Unis.

La Chine se retrouve dans une position prédite de longue date, et est reconnue également par les autorités chinoises, et cela se reflète très clairement dans leur plan quinquennal, où elle doit s'adapter pour que sa croissance soit davantage tributaire de sources internes, notamment de la consommation interne, et pour se doter d'un profil d'investissement plus durable. C'est une évolution positive, mais elle prendra du temps et ne se fera pas sans heurt.

Cela étant dit, nous nous attendions à un ralentissement en Chine. Il est un peu plus marqué que ce que nous avons prévu, mais se situe dans le bas de la fourchette des prévisions sur la Chine. Certains signes indiquent que la décélération achève, c'est-à-dire que le quatrième trimestre devrait être un peu plus fort que le troisième et nous nous attendons à ce que la croissance économique chinoise soit d'environ 7,75 p. 100 l'an prochain et l'année suivante.

J'ai dit que ce serait ma dernière remarque, mais si vous me le permettez, j'aimerais en ajouter une autre. Ce taux de croissance de 7,75 p. 100 contribuera le même niveau de demande dans l'économie mondiale que le taux de croissance de 14 p. 100 en Chine en 2007. Cela vous donne une idée de la croissance de l'économie chinoise dans son ensemble depuis cette date. Le taux de croissance de 7,75 p. 100 en Chine l'an prochain se traduit par une augmentation de 800 milliards de dollars de la demande dans l'économie mondiale, tel que mesuré au moyen des taux de change du marché.

C'est l'une des raisons pour lesquelles, même si la croissance de la Chine est lente, nous croyons néanmoins qu'elle contribue grandement non seulement à la croissance mondiale, mais aussi qu'elle aide à maintenir les cours des produits de base, ce qui est important pour le Canada.

Senator Harb: My question, along the same lines as that of the chair, has to do with Basel III. Back in August, a gentleman by the name of Andy Haldane gave a speech and made some emphatic attacks on you. I quote, for the record: “Because complexity generates uncertainty not risk, it requires a regulatory risk grounded in simplicity.” He said, “Less may be more.”

You responded that you thought he was flat wrong. I will quote what you said then and see if you still agree with the same statement. You supported the belt and suspenders approach. You said:

Things people thought were riskless turned out to be very risky in the run up to the crisis. A big chunk of this crisis was caused by things people thought were risk free — superior senior triple-A assets on bank balance sheets, or in SIVs or in the heart of the repo market. One of the reasons Canadian banks did not have a tone of it but the U.K. banks did was because of the leverage ratio, so I don't need anyone to tell me the leverage ratio is valuable. It's in the system and there for a reason.”

I thought that was a very deep and important statement in response to a very simple and, frankly, very contradictory statement by Mr. Haldane, who talked about complexity generating uncertainty, not risk. I have not seen any place where complexity does not generate risk. I want to go on the record as supporting your statement.

Are you on good speaking terms now with Mr. Haldane?

Mr. Carney: Yes, we are on very good terms, I believe. I will have to check with Andy after.

I am glad you raised the question because this is an incredibly important issue. Andy Haldane, from the Bank of England, and I were saying similar things but in a different order. His basic point was that a big component of Basel III makes judgments about the riskiness of various assets. There are thousands and thousands of those judgments because there is a huge range of types of assets. In making those judgments, banks have to hold a certain amount of capital against those assets or those exposures.

To simplify, his argument was that it would be better to have a very simple measure — the leverage ratio — instead of this complex measure. All the leverage ratio does is takes the amount of assets a bank has and divides them by the amount of equity or capital the bank has, and you have a hard cap. We entirely agree. The Bank of Canada and OSFI entirely agree. This is exactly why the Bank of Canada and OSFI pushed, over the objections of some, which may have included the Bank of England at one point, for the inclusion of a leverage ratio in the Basel III agreement. That is why there is a leverage ratio in the Basel III agreement.

Le sénateur Harb : La question, qui rejoint celle du président, concerne l'Accord de Bâle III. En août, un dénommé Andy Haldane a prononcé un discours dans lequel il vous critiquait vertement. Je cite, aux fins du compte rendu : « Parce que la complexité génère l'incertitude et non pas le risque, il faut que le risque réglementaire soit ancré dans la simplicité. » Il a dit : « Parfois, le moins est le mieux. »

Vous avez répondu en disant que c'était absolument faux. Je vais vous citer ce que vous avez dit pour voir si vous êtes toujours du même avis. Vous avez dit être en faveur d'une approche de surprotection. Vous avez dit :

Certaines choses que l'on croyait sans risque se sont révélées être très risquées pendant la période précédant la crise. Cette crise a été causée en grande partie par des choses qu'on avait cru sans risque — les actifs de premier rang cotés triple A dans les bilans des banques ou dans des placements structurés ou au cœur du marché des pensions. L'une des raisons pour lesquelles les banques canadiennes n'en détenaient pas une masse, contrairement aux banques britanniques, c'est le ratio de levier financier et je n'ai pas besoin qu'on m'enseigne l'importance de ce ratio. Il fait partie du système, et ce, pour une bonne raison.

J'ai trouvé que c'était une affirmation très profonde et importante en réponse à la déclaration très simple et, franchement, très contradictoire de M. Haldane qui disait que la complexité engendre l'incertitude, pas le risque. Je ne connais aucun cas où la complexité n'a pas engendré le risque. Je tenais à dire publiquement que je suis d'accord avec vous.

Est-ce que vous et M. Haldane vous parlez encore?

M. Carney : Oui, je crois que nous nous entendons même très bien. Il faudrait que je vérifie avec Andy.

Je suis heureux que vous ayez posé cette question car elle est incroyablement importante. Andy Haldane, de la Banque d'Angleterre, et moi disions des choses semblables, mais dans un ordre différent. Son argument de base était qu'un élément important de l'Accord de Bâle III consiste à évaluer le degré de risque de divers actifs. Il y a des milliers et des milliers de telles évaluations puisqu'il y a une vaste gamme d'actifs. Lorsqu'elles font ces évaluations, les banques doivent avoir une certaine réserve pour couvrir ces actifs ou ces risques.

Tout simplement, il disait qu'il serait préférable d'avoir une mesure très simple — le ratio de levier financier — plutôt que cette mesure complexe. Pour calculer le ratio de levier financier, il suffit de diviser la valeur des actifs d'une banque par sa valeur nette ou ses capitaux permanents et cela donne un plafond ferme. Nous sommes entièrement d'accord. La Banque du Canada et le BSIF sont entièrement d'accord. C'est justement pour cette raison que la Banque du Canada et le BSIF ont insisté, malgré les objections de certains, dont peut-être la Banque d'Angleterre, pour l'inclusion d'un ratio de levier financier dans l'Accord de Bâle III. C'est pourquoi il y a un ratio de levier financier dans l'Accord de Bâle III.

I will get to one of the points on which I differed from Mr. Haldane. The leverage ratio protects you from those risks that you think are riskless. In the crisis, there were a series of financial institutions, and I will take UBS as an example. They documented this very clearly. They created very complicated, structured products. They sold the risky bits, those bits that the rating agencies thought were triple-B or single-A, but they held on to the triple-A assets, the riskless assets, the ones that were supposed to be as strong as the Government of Canada, for example.

It turns out that those were not triple-A assets. The rating agencies got the rating wrong. UBS made the wrong judgment and effectively blew up the bank. They piled up the amount of “riskless” assets very high because it did not cost them anything, on a risk-weighted basis, under that complicated approach.

The belt and suspenders is to say that even if you think it is risk free, there is a maximum amount of assets that you can have relative to your equity. In Canada, that was set at 20. It effectively meant operating in the high teens because you never want to bump up against the level, and that helped to protect Canadian banks.

Full credit to OSFI for putting that in place. We pushed for that internationally and got it internationally.

The issue then becomes which of these binds first. Do you set the level of the leverage ratio so that a bank will bump into the leverage ratio constraint before it bumps into the risk asset constraint — the risk-weighted constraint — or do you do it vice versa? Mr. Haldane says that you do it that way. We say no. In our experience, if you do it that way, the bank will load up on the riskiest assets it can have within the risk-free approach. You have to flip the order, which is the way the current Basel agreement is structured.

It is a very important point. Your question is very welcome because this is in the Basel agreement, but it does not have to be implemented until 2015, 2016. It is already implemented in Canada, but we want to ensure that it is properly implemented in the U.K., Europe and the United States. It is good to have it front and centre and to give it the profile that you have given it.

Senator Harb: Dealing on the local level, the Canadian level, you talked about household debt burden. You believe it will at some point stabilize, but you indicated that there are upside and downside risks around the evolution of household imbalances. In terms of household debt, I would be interested to hear from you whether we take into consideration principal assets such as one's home. Do you consider that to be a debt burden? If so, we heard otherwise. People who appeared before this committee told us that that is the best debt you could ever have because it is where your retirement will come from.

J'en arrive à l'une des questions sur lesquelles mes vues diffèrent de celles de M. Haldane. Le ratio de levier financier vous protège contre les risques que vous croyiez être sans risque. Pendant la crise, il y a des institutions financières — et je vais citer l'exemple de la banque UBS — qui ont créé des produits structurés très complexes. Cela a été très bien documenté. Elles ont rendu les actifs risqués, ceux auxquels les agences de notation accordaient des cotes BBB ou A, mais ont conservé les actifs AAA, les actifs sans risque, ceux qui étaient censés être aussi solides que le gouvernement du Canada, par exemple.

Or, il se trouve qu'il ne s'agissait pas d'actifs AAA. Les agences de notation se sont trompées. UBS a fait de mauvaises évaluations et a fait sauter la banque. Ils ont accumulé une grande quantité d'actifs « sans risque » parce que ça ne leur coûtait rien, selon une pondération en fonction des risques, en vertu de cette approche complexe.

L'approche de surprotection consiste à dire que même si l'on croit qu'un actif est sans risque, un montant des actifs part à part à la valeur nette de la banque est plafonné. Au Canada, ce plafond est de 20. En fait, cela veut dire fonctionner à un pourcentage qui se rapproche de 20 car il ne faut jamais atteindre cette limite, et c'est ce qui a protégé les banques canadiennes.

Tout le mérite revient au BSIF qui a mis ce système en place. Nous avons insisté pour l'obtenir à l'échelle internationale et nous l'avons obtenu.

Ensuite, la question est de savoir laquelle de ces contraintes doit s'appliquer en premier. Est-ce qu'on fixe le ratio de levier financier de manière à ce qu'une banque l'atteigne avant d'atteindre la limite de risque de ces actifs — la contrainte de pondération en fonction du risque — ou le contraire? M. Haldane dit qu'il faut le faire dans cet ordre-là. Nous ne sommes pas d'accord. D'après notre expérience, si on procède ainsi, la banque va acquérir autant d'actifs les plus risqués qu'elle le peut en vertu de cette approche sans risque. Il faut inverser l'ordre, et c'est ainsi qu'est structuré le dernier accord de Bâle.

C'est très important. Je suis très heureux de votre question car cela se trouve dans l'Accord de Bâle mais sa mise en œuvre ne devient obligatoire qu'en 2015, 2016. C'est déjà fait au Canada, mais nous voulons nous assurer que ce sera mis en œuvre correctement au Royaume-Uni, en Europe et aux États-Unis. Il est bon que cette contrainte soit mise au premier plan et qu'on y attache l'importance nécessaire.

Le sénateur Harb : Au niveau local, au niveau canadien, vous avez parlé du fardeau de la dette des ménages. Vous croyez qu'il va se stabiliser, mais vous avez dit qu'il y a des risques à la hausse et à la baisse qui entourent l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages. En ce qui concerne l'endettement des ménages, j'aimerais que vous me disiez si vous prenez en considération les principaux éléments d'actif, comme les résidences. Est-ce que vous incluez cela dans le calcul de la dette? Si c'est le cas, d'autres nous ont dit qu'il ne fallait pas. Des témoins nous ont dit que c'est la meilleure dette possible car c'est avec cela que les gens prendront leur retraite.

Mr. Carney: It is an important question. There is a liability side and an asset side to any person's, company's or government's balance sheet.

For the household, the most important asset is almost always the value of their home. The question becomes the level of actual equity in that home. How much of their mortgage have they paid off? How much did they put down originally, and how much of the principal of the mortgage did they pay off? The level of household net worth is very high right now in Canada relative to income. At the same time, debt is high relative to income.

We all know this lesson, but it is important to re-emphasize it. The value of the asset can go up and down. The value of your home can certainly go up and down. Your stock portfolio, if you have one, goes up and down. The value of the debt stays the same. The value of your asset is not always liquid, and the obligation of your debt comes on a monthly basis. We have seen it over and over again, most recently in the United States. People get sucked into a balance sheet analysis that says, "I am very wealthy because my assets are worth more than my debts." However, they are liquid, and they cannot service their debts in part because either they lose their job or interest rates go up or both. We are not here to deny that there is not sometimes a connection between the two. That causes the default for the individual.

The broader point is that, when you are in a situation, as we are, where debt as a whole is very high relative to income in the economy, there is the possibility of procyclicality happening when there is a shock to the economy. If unemployment goes up, some people start to be unable to service their mortgage for obvious reasons. That starts to hit house prices. That reduces the willingness of people to buy houses at the moment. They hold back. House prices move down. There is less activity in the housing sector, and there is more unemployment. These sorts of procyclicality can cause a problem. It is one reason that we focus on the debt side and the liquidity and ability to service that debt side in a variety of circumstances.

All that said, our warnings about this issue are driven from a position of the country, officials and individuals being able to do something about it. The horse is not out of the barn.

Senator Greene: It seems to me that we live in a very unusual time in that the success of national economies or national governments, and the international economy as well, is more dependent on the actions of politicians than we are used to. In the 1980s and 1990s, it was more of a laissez-faire approach. The economies were all doing well and politicians did not have to do much, but now it seems they have to do a lot. You can have a situation as we have seen in Europe where a government becomes elected for one set of policies that have certain consequences, then when it arrives in power it decides there is too much pressure to

M. Carney : C'est une question importante. Tout bilan a un actif et un passif, que ce soit celui d'une personne, d'une entreprise ou d'un gouvernement

Pour un ménage, le principal actif est presque toujours la valeur de leur maison. La question est de savoir le niveau d'avoir propre véritable dans cette maison. Quel pourcentage de leur hypothèque ont-ils remboursé? Quelle a été la mise de fonds initiale, quelle proportion du principal a été remboursée? Le niveau de valeur nette des ménages est très élevé à l'heure actuelle au Canada comparativement au revenu. En même temps, leur dette est élevée comparativement à leur revenu.

Nous connaissons tous cette leçon, mais il est important de la souligner à nouveau. La valeur d'un actif peut monter et baisser. La valeur de votre maison peut certainement augmenter et baisser. Votre portefeuille d'actions, si vous en avez un, monte et baisse. La valeur de la dette, quant à elle, reste la même. La valeur de votre actif n'est pas toujours liquide et l'obligation de votre dette doit être honorée sur une base mensuelle. Nous l'avons vu à de nombreuses reprises, plus récemment aux États-Unis. Les gens se laissent prendre au piège de l'analyse du bilan et disent : « Je suis très riche, car mon actif vaut beaucoup plus que mon passif. » Toutefois, ils ont de la liquidité et ils n'arrivent pas à assurer le service de leur dette, en partie, car soit ils perdent leur emploi ou les taux d'intérêt augmentent, voire les deux à la fois. Nous ne sommes pas ici pour nier le fait qu'il n'existe pas parfois de lien entre les deux. C'est cela qui entraîne la défaillance pour les personnes.

De manière plus générale, lorsque vous vous retrouvez dans une situation, comme à l'heure actuelle où la dette, dans son ensemble, est très élevée par rapport au revenu dans l'économie, on court le risque d'une procyclicality, lorsque l'économie connaît un choc. Si le taux de chômage augmente, certaines personnes commencent à ne plus être en mesure d'assurer le service de leur hypothèque, pour des raisons évidentes. Cela commence à affecter le prix des maisons. Cela réduit la volonté des gens d'acheter des maisons en ce moment. Ils se retiennent. Le prix des maisons chute. Il y a moins d'activités dans le secteur du logement et il y a plus de chômage. Ce genre de procyclicality peut entraîner des problèmes. C'est une des raisons pour lesquelles nous nous concentrons sur l'aspect de la dette et de la liquidité, ainsi que sur la capacité d'assurer le service de la dette, dans toute une gamme de circonstances.

Cela dit, nos avertissements à cet égard partent du principe que le pays, les dirigeants et les particuliers peuvent faire quelque chose à ce sujet. Les carottes ne sont pas encore cuites.

Le sénateur Green : J'ai l'impression que nous vivons à une époque très inhabituelle, où la réussite des économies nationales et des gouvernements nationaux ainsi que de l'économie internationale dépend davantage de l'action des politiciens que ce à quoi nous sommes habitués. Dans les années 1980 et 1990, il y avait davantage une attitude de laissez-faire. Les économies étaient toutes prospères et les politiciens n'avaient pas à faire grand-chose, mais désormais il semble qu'ils doivent en faire beaucoup. Vous avez le genre de situations que l'on retrouve en Europe, où un gouvernement se fait élire pour un ensemble de

do that and they have to do the opposite, which has also a set of consequences. What does that do for economic modelling? How much does that affect the predictive ability of your work?

Mr. Carney: In terms of, say, fiscal policy particularly, fiscal stance, in general we take the agreed, announced, ideally legislated fiscal stance of whatever government is in place and estimate the impact of those policies, whether they are expansionary or contractionary. We would make a small exception, an important exception at the moment, for the United States, where there is a legislated fiscal stance, which is the fiscal cliff, so we have to make a judgment in our projection. We do not have to, but we chose to make a very transparent adjustment in our projection that some sort of deal will be struck — and we do not know exactly what the deal is or when — that would reduce that 4 per cent fiscal drag next year to 1.5 percentage points of GDP in each of the next two years, and spread it out, which would be a seemingly sensible thing to do. However, it is easier for us to say that here from Ottawa than the corridors of power in Washington. Maybe the better way to put it is that we have a different perspective on what is sensible from here.

The point I would take in terms of economic modelling and the forecast is that one of the challenges right now is that there is — and one can measure this, and people have — a relatively high degree of uncertainty about the stance of economic policy across many major jurisdictions. The net effect of the actual flip-flopping, to use your term, or the pursuit of more unconventional policies is causing business investment to be less robust than it otherwise might be. You see this most directly in the European Union.

We have done some calculations. I referenced them in a speech a couple weeks ago in Nanaimo. It is on the order of 1 percentage point of GDP lower for the European Union as a whole just because of the uncertainty effect on business investment. In the U.S. it is something similar, about 1.5 points on GDP over the last couple of years.

Those significant numbers are being caused by the unusual economic circumstance we are in and some perceived inconsistency or ineffectiveness of policy in some of the major jurisdictions. That obviously puts a premium on being transparent, effective, obviously — it is always good to be effective — but also consistent in the pursuit of major policies.

Senator Greene: We have seen recent newspaper stories that the European problem is beginning to affect Germany, which is the core of the European Union. Could you explain to us and Canadians out there listening how important Germany is to the

politiques qui ont certaines conséquences, puis lorsqu'il arrive au pouvoir, il décide que les pressions sont trop fortes pour aller de l'avant et qu'il doit faire le contraire, ce qui a également toute une série de conséquences. Quelles conséquences cela a-t-il sur les modèles économiques? Dans quelle mesure cela affecte-t-il la capacité prévisionnelle de votre travail?

M. Carney : Pour ce qui est de la politique fiscale plus particulièrement, de manière générale nous prenons la position fiscale convenue, annoncée et idéalement adoptée du gouvernement en place quel qu'il soit, et nous prévoyons l'incidence de ces politiques, qu'elles soient expansionnistes ou de nature plus austère. J'apporterai une petite exception, une exception importante en ce moment, pour les États-Unis, où il y a une position budgétaire qui a été légiférée, ce que l'on appelle le précipice fiscal, donc nous devons passer un jugement dans nos projections. En fait, nous n'y étions pas obligés, mais nous avons décidé d'apporter un ajustement très transparent à nos projections voulant qu'une sorte d'entente soit passée — et nous ne savons pas exactement ce que sera cette entente ni quand elle sera passée — qui réduirait ce boulet fiscal de 4 p. 100 l'an prochain pour le faire passer à 1,5 point de pourcentage du PIB pour chacune des deux prochaines années et qui l'étalerait, ce qui en apparence semble une chose logique à faire. Toutefois, c'est plus facile à dire pour nous, ici, d'Ottawa, que dans les corridors du pouvoir, à Washington. Peut-être que la meilleure façon de l'exprimer serait de dire que nous avons une perspective différente de ce qui est logique, vu d'ici.

Il y a un point que je voudrais mentionner. En matière de modélisation et de prévisions économiques, nous nous heurtons à une difficulté particulière : un niveau d'incertitude relativement élevé (mesurable, toutefois, et certaines personnes l'ont quantifié) sur la politique économique adoptée par de nombreux pays importants. L'effet concret de la volte-face complète que vous évoquez ou de l'adoption de politiques moins prévisibles est un certain fléchissement de l'investissement des entreprises. On le constate notamment dans l'Union européenne.

Nous avons effectué des calculs, que j'ai évoqués dans un discours à Nanaimo, il y a une ou deux semaines. Nous estimons que l'effet d'incertitude pour l'investissement des entreprises a infléchi de 1 p. 100 le PIB de l'Union européenne dans son ensemble. Aux États-Unis, on estime cet effet à 1,5 p. 100 du PIB ces deux dernières années.

Ce sont des chiffres importants, résultant des circonstances économiques inhabituelles qui existent et du sentiment selon lequel la politique de certains grands pays manque de constance ou d'efficacité. Ceci étant, il est impératif d'être transparent et efficace (il est toujours bon d'être efficace, manifestement), mais aussi constant dans les grandes lignes de la politique adoptée.

Le sénateur Greene : La presse indique dernièrement que le problème de l'Europe commence à affecter l'Allemagne, noyau de l'Union européenne. Pourriez-vous nous expliquer et expliquer aux Canadiens et Canadiennes qui nous écoutent l'importance du

European Union and to the world economy, and perhaps outline responses that you might take if the European problem becomes worse in Germany?

Mr. Carney: The German economy is the fourth largest economy in the world. It is the largest economy in the European Union. In many respects, it is the engine of the European Union and more specifically the euro area, the countries that share the euro as their currency.

It is an economy that has undergone a tremendous transformation over the course of the last two decades, with the integration of eastern Germany, an entire rebuilding of that economy, and the competitive position of the German economy, to the extent that many of the challenges within the Europe zone are in part a product of Germany's success, by which we mean — and we always try to make this fundamental distinction — that in our view the euro crisis is not a fiscal crisis at its heart and not a banking crisis at its heart; it is balance of payments crisis.

Within the euro area itself, the challenge is that a number of countries — Spain being an example, Portugal, Ireland, Greece and others — have become quite uncompetitive vis-à-vis Germany. Their exports within the common area are uncompetitive, and they have reached the limits of the ability to finance what effectively are large current account deficits vis-à-vis Germany.

Getting to the second part of your question about what Germany can do as part of the euro area, there are three ways to rebuild that competitive position. The first is for prices and wages to fall in these economies. Given the order of magnitude in Spain, the starting point would be something on the order of about 25 per cent.

We talked a bit earlier about household debt. If you have any household debt — and Spanish households and businesses do have debt — if your wages go down 25 per cent, servicing that debt becomes pretty impossible. Obviously, there is a knock-on effect as well on demand. This is the experience, if you recall, that the U.K. had in the 1920s under the gold standard where they tried to deflate to adjust their competitiveness. That is the first option.

The second option is the textbook economist option, which is to improve competitiveness and productivity in Spain. That would be a good thing, and there are many things the Spanish can do in terms of liberalizing product labour markets, various investments, et cetera, to improve productivity. The Spanish government, to its credit, has implemented a number of major reforms in these directions. The challenge is that that takes a long time to pay off, measured in multiple years, maybe a decade, before you really see the full benefits of those so-called structural reforms.

rôle joué par l'Allemagne dans l'Union européenne et dans l'économie internationale? Peut-être pourriez-vous aussi indiquer les mesures que vous envisageriez d'adopter si le problème européen empirait en Allemagne?

M. Carney : Le poids économique de l'Allemagne la place au quatrième rang dans le monde. C'est la plus grosse économie de l'Union européenne. Par bien des aspects, c'est le moteur de l'Union européenne et, plus particulièrement, de la zone euro — les pays ayant l'euro comme devise commune.

C'est une économie qui a connu une transformation formidable au cours des deux dernières décennies, avec l'intégration de l'Allemagne de l'Est et une reconstruction de fond en comble lui ayant assuré une position concurrentielle. En fait, une bonne part des défis que doit affronter la zone euro résulte en partie du succès de l'Allemagne. Autrement dit, il y a une distinction fondamentale que nous nous efforçons d'établir chaque fois que nous en avons l'occasion : selon nous, la crise de l'euro n'est pas une crise financière ni une crise bancaire, pas foncièrement; c'est une crise de la balance des paiements.

La difficulté dans la zone euro elle-même est qu'un certain nombre de pays (l'Espagne, par exemple, mais aussi le Portugal, l'Irlande, la Grèce et d'autres) sont désormais très peu concurrentiels par rapport à l'Allemagne. Leurs exportations au sein de la zone commune ne sont pas concurrentielles et ils ont atteint les limites de leur capacité de financer ce qui est en fait leur gros déficit des comptes courants par rapport à l'Allemagne.

Pour revenir à la seconde partie de votre question, sur ce que l'Allemagne peut faire en tant que pays de la zone euro, il y a trois façons de rétablir une position concurrentielle. La première est que les prix et les salaires chutent dans ces économies. Vu la gravité du problème en Espagne, il faudrait commencer par une chute d'environ 25 p. 100.

On a parlé un peu plus tôt de la dette des ménages. Si les ménages ont des dettes (et tant les ménages que les entreprises espagnols ont des dettes) et si vos salaires diminuent de 25 p. 100, le service de la dette devient quasiment impossible. Cela a aussi des répercussions sur la demande, bien entendu. C'est l'expérience qu'a vécue, si vous vous souvenez, le Royaume-Uni dans les années 1920, au cours de la période de l'étalon-or, quand il s'est efforcé d'avoir recours à la déflation pour ajuster sa compétitivité. C'est la première option.

La deuxième option est celle que préconisent les manuels d'économie, soit d'améliorer la compétitivité et la productivité en Espagne. Ce serait une bonne chose et les mesures pour améliorer la productivité ne manquent pas : libéralisation des marchés des produits, du travail, divers investissements, et cetera. Le gouvernement espagnol a entrepris un certain nombre de réformes majeures allant dans ce sens; on peut l'en féliciter. Hélas, ce ne sont pas des réformes qui portent fruit du jour au lendemain. Il faudra des années, une décennie peut-être, avant que l'on enregistre pleinement les bénéfices de ces réformes structurelles.

The third way to re-equilibrate things is for German wages and German inflation to go up, German prices and wages to go up. The answer here is that all three need to happen in some degree, but the adjustment in Germany or the inflation or reflation in Germany we think is essential to resolving these imbalances. German real wages have barely moved over the course of the last two decades. It is an incredibly productive economy. There is an opportunity for those to move up, but it is also a society that is understandably less than enamoured with modest inflation. That is part of the challenge that is being played out in the euro area as we speak.

As I say, the answer in the end will likely be a combination of the three — hard reforms, fully implemented in places like Spain; this is being done and over time there will be some benefit from that. The large unemployment that we see in Spain at the moment will put downward pressure on wages. We have not fully seen that yet, but it will happen. Gradually, a monetary policy that will be quite loose, appropriately so, for Europe as a whole will build price pressures in Germany relative to the rest of the eurozone given its relative health.

I will not get into fiscal federalism, which might be part of the necessary solution for Europe as well, but that would play into it.

[Translation]

Senator Hervieux-Payette: Thank you, Mr. Chair, I apologize for being late, I had some work to do for the Speaker of the Senate.

I read some press clippings about the presentation you made yesterday. I was a bit surprised. You are usually logical.

[English]

Mr. Carney pushes tax incentives to boost spending, and Canadian companies are sitting on some \$250 billion in cash. Why do they need tax incentives if they already have \$250 billion in their bank account?

[Translation]

Could you please give us an idea about that? A bit later you talk about the capital cost allowance that we have greatly improved, and corporate taxes, which have been dramatically lowered.

Mr. Carney: Precisely.

Senator Hervieux-Payette: What happens to the \$250 billion?

Mr. Carney: The articles are referring to the issue of dormant money in Canadian companies. One of the reasons this situation exists, is uncertainty about the global economy. That is absolutely

La troisième façon de rééquilibrer la situation est que les salaires et l'inflation progressent en Allemagne, oui, que les prix et les salaires augmentent. Il faut un peu des trois options, mais nous estimons que l'ajustement allemand, l'inflation ou la reflation en Allemagne, est essentiel pour remédier aux déséquilibres. Les salaires réels ont à peine évolué au cours des deux dernières décennies en Allemagne. L'économie est incroyablement productive. Il y a assez de marge pour une augmentation, mais c'est une société qui rechigne à connaître une inflation, même modeste, ce qui se comprend. C'est l'un des défis que doit affronter la zone euro à l'heure actuelle.

Comme je l'ai dit, la solution reposera au bout du compte sur une combinaison des trois approches : de véritables réformes, pleinement mises en œuvre dans des pays comme l'Espagne; cela se fait actuellement et, au fil du temps, portera des fruits. Le chômage élevé que connaît l'Espagne en ce moment exercera une pression à la baisse sur les salaires. On ne le constate pas encore pleinement, mais cela se produira. Graduellement, une politique monétaire relativement relâchée pour l'Europe dans son ensemble (une bonne chose) se traduira par une pression à la hausse sur les prix en Allemagne par rapport au reste de la zone euro, vu sa prospérité relative.

Je ne vais pas aborder la question du fédéralisme financier, solution qui s'avérera peut-être nécessaire pour l'Europe, mais cela jouerait un rôle, également.

[Français]

Le sénateur Hervieux-Payette : Merci, monsieur le président, je m'excuse de mon retard, je devais faire en partie le travail de notre Président au Sénat.

J'ai lu les extraits de presse sur votre présentation hier. J'ai été un peu surprise. Vous êtes généralement logique.

[Traduction]

M. Carney suggère des mesures incitatives fiscales pour stimuler les dépenses. Deux cent cinquante milliards de dollars dorment dans les coffres des sociétés canadiennes. Pourquoi faudrait-il des mesures incitatives si les sociétés ont déjà 250 milliards de dollars en banque?

[Français]

Pouvez-vous nous donner une idée à ce sujet? Un peu plus loin on parle du capital *cost allowance* que nous avons quand même amélioré grandement, des impôts sur les entreprises qui ont baissé radicalement.

M. Carney : Exactement.

Le sénateur Hervieux-Payette : Qu'est-ce qu'on fait avec les 250 milliards?

M. Carney : Les articles réfèrent à cette question de l'argent qui dort dans les sociétés canadiennes. Une des raisons de cette situation, c'est l'incertitude dans l'économie mondiale. C'est

clear. It is difficult for the Bank of Canada, for the government and even for the Senate to regulate or eliminate that uncertainty in Europe, in the United States and in China.

But we can provide certainty about monetary policy, and that is the responsibility of the Bank of Canada. Certainty about the budgetary situation is the responsibility of the Government of Canada. And through monetary policy, we can encourage investment now. That is one of the reasons why Canadian monetary policy is as accommodating as it is now, and a key interest rate of one per cent is of course very accommodating.

As for taxes, that is a decision left to the Government of Canada. I have observed measures that the government has already implemented such as the accelerator capital cost allowance, which is an advanced investment method. With such a measure, the investment period for a company is changed. There are several options. Others exist as well, but this matter does not concern the Bank of Canada.

Senator Hervieux-Payette: First of all, I get the impression, whether it is the business world or our banks, not to say that you are a voice in the wilderness, but you often say that Canadians are carrying too much debt. Do you meet with bankers and tell them that we should slow things down a bit with respect to indebtedness? Generally speaking, one carries a debt with financial institutions, not our neighbour. And then we have businesses that are more or less sitting on \$250 billion.

I noticed the issue of incentives. I am not certain that would work. Are there any other mechanisms we could use, for example finding a new way to commercialize Canadian products?

With exports, we seem to be lagging behind most OECD countries. We do not export enough finished products. If we want to stimulate productivity, we should install more modern equipment and use technology more.

How can we help these businesses and assist them in opening new markets as Germany did? Germany is one of the world's largest exporters. Are there mechanisms in Canada to encourage our companies to progress rather than keep saving?

Mr. Carney: As you mentioned, it is one way to encourage investment by Canadian companies. Our exports are structured in such a way that we are too closely bound to the United States. Canada has lost 2.5 per cent of market share over the last decade. Our share has been chopped in half in the case of manufacturing exports. Why is that? One reason is that we do not have access to markets that are growing as rapidly as China, Brazil and India.

absolument clair. Il est difficile pour la Banque du Canada, pour le gouvernement et même pour le Sénat du Canada de régler ou d'éliminer cette incertitude en Europe, aux États-Unis et en Chine.

Mais nous pouvons fournir la certitude sur la politique monétaire, c'est la responsabilité de la Banque du Canada — la certitude de la situation budgétaire est la responsabilité du gouvernement du Canada. Et avec la politique monétaire, on peut encourager l'investissement maintenant. Et c'est l'une des raisons pour laquelle la politique monétaire canadienne est aussi accommodante que maintenant, à un taux directeur de 1 p. 100, c'est très accommodant bien sûr.

Concernant les impôts, c'est une décision du gouvernement du Canada. J'ai observé les mesures que le gouvernement a déjà mises en place comme le *accelerated capital cost allowance* est une méthode avancée d'investissement. Avec une telle mesure, on change la période d'investissement pour une société. Il y a plusieurs options. Il en existe d'autres, mais ce n'est pas une question qui concerne la Banque du Canada.

Le sénateur Hervieux-Payette : Premièrement, j'ai toujours l'impression, que ce soit dans le monde des affaires ou que ce soit nos banques, je ne dis pas que vous prêchez dans le désert, mais vous dites souvent que les Canadiens sont trop endettés. Est-ce que vous rencontrez les banquiers pour leur dire qu'on devrait être un peu plus modéré sur l'endettement? Généralement, on s'endette envers les institutions financières, pas chez notre voisin. Vous avez aussi les entreprises plus ou moins assises sur les 250 milliards.

Je voyais la question des incitatifs. Je ne suis pas sûre que cela va fonctionner. Est-ce qu'il y a d'autres mécanismes à préconiser, à savoir trouver une nouvelle façon de faire la mise en marché des produits canadiens?

Au niveau des exportations, il semble que l'on soit en retard sur la plupart des pays de l'OCDE. Nous n'exportons pas assez de produits finis. Si on veut encourager la productivité, on va installer de l'équipement plus moderne et utiliser davantage l'informatique.

Où va-t-on aider ces entreprises et leur donner la main pour ouvrir de nouveaux marchés comme le fait l'Allemagne. L'Allemagne est un des plus gros exportateurs au monde. A-t-on des mécanismes au Canada pour favoriser, non pas l'épargne de nos compagnies mais leur progression?

M. Carney : Comme vous l'avez mentionné, c'est une façon d'encourager les investissements des sociétés canadiennes. La structure de nos exportations est faite de telle sorte que nous sommes trop liés aux États-Unis. Le Canada a perdu 2,5 points de pourcentage de parts du marché au cours de la dernière décennie. Notre part a été coupée en deux en ce qui concerne les exportations manufacturières. Pourquoi? L'une de ces raisons, c'est que nous n'avons pas accès aux marchés qui croissent aussi rapidement que la Chine, le Brésil et l'Inde.

[English]

There is an opportunity to develop these markets, which is part of the solution to this issue. The more progress we can make on what is a very ambitious trade agenda that the government is pursuing the better. More tangible progress made there will provide clear opportunities for investment in new markets.

It should be observed that, with a broader network of trade partnerships, there is the ability for our firms to be part of global supply chains that might ultimately have an end demand in these emerging markets. It could end up just being an export. We could be part of a supply chain that accesses the U.S. and Europe and then goes on to China. That ability should help to unlock some of this demand. The major tangible things that can be done are on the trade side, as you have mentioned. It is not our role on tax policy, but it is merely an observation that that type of shifting in time of the incentives on tax may be appropriate.

The last aspect is to create an enabling environment for investment, to reduce — to the extent to which there are large development opportunities here in Canada — uncertainty about the ability for those projects to go forward and to develop new opportunities that the private sector can invest in.

Senator Tkachuk: The *Wall Street Journal* reported that Daniel Tarullo, a top Federal Reserve official who we were fortunate to meet last week due to your kind intercession, Mr. Carney, has called on Congress to consider capping the size of the nation's financial firms, making one of the highest profile challenges to the way Wall Street does business. I would like you to comment on that. Do we have those problems in Canada? Do we have any banks in Canada that are too big to fail?

Mr. Carney: The sting was in the tail there.

Well, no. Governor Tarullo's speech is important because behind that news report was a broader speech. It is important in the context of American regulation and the history of American regulation.

In the banking sector in the United States there has been a history of restrictions on the size of institutions. One of the core ones was that no institution could have more than 10 per cent of the deposits in the United States. That is a restriction that still exists. Some institutions are starting to bump up against that limit.

We have not had that history of explicitly restricting size. Obviously, we have a competition policy here, and there is a relationship between size, competition and financial stability that is watched closely by the bank regulator, OSFI.

[Traduction]

Il est possible de développer ces marchés et cela constitue une des solutions au problème. Le gouvernement a un ambitieux programme de développement des échanges commerciaux; plus il se réalisera, mieux cela vaudra. Des avancées tangibles dans ce domaine se traduiront manifestement par des occasions d'investissement dans les nouveaux marchés.

Notons au passage qu'un réseau élargi de partenariats commerciaux donne à nos entreprises la chance de faire partie de chaînes d'approvisionnement internationales susceptibles d'avoir une demande finale dans ces marchés émergents. Cela pourrait être au bout du compte juste une exportation. Nous pourrions faire partie d'une chaîne d'approvisionnement qui a accès aux États-Unis et à l'Europe, puis s'étend à la Chine. Cette capacité devrait permettre de dégager une partie de cette demande. C'est dans le domaine du commerce que les mesures les plus tangibles peuvent être adoptées, comme vous l'avez mentionné. La politique fiscale n'est pas de notre ressort, mais je voulais simplement noter que ce type de déplacement dans le temps des mesures incitatives fiscales était peut-être approprié.

Enfin, il faut créer un environnement favorable à l'investissement. Dans la mesure où il existe de belles occasions de développement ici au Canada, il faut réduire l'incertitude quant à la capacité pour ces projets d'aller de l'avant et il faut développer de nouvelles occasions dans lesquelles le secteur privé peut investir.

Le sénateur Tkachuk : Le *Wall Street Journal* rapporte que Daniel Tarullo, haut fonctionnaire de la Federal Reserve que nous avons eu l'occasion de rencontrer la semaine dernière, grâce à votre aimable intercession, monsieur Carney, a demandé au Congrès d'envisager de fixer un plafond à la taille des sociétés financières du pays, soit une remise en question particulièrement remarquée de la façon dont Wall Street fait affaire. J'aimerais entendre vos commentaires sur la question. Avons-nous des problèmes de ce type au Canada? Avons-nous, au Canada, des banques qui sont trop grosses pour faire faillite?

M. Carney : Aïe, la question est pointue.

Mais la réponse est non. Le discours du gouverneur Tarullo est important. (L'article faisait écho à tout un discours.) Il est important dans le contexte de la réglementation aux États-Unis et de l'évolution de cette réglementation.

Au fil du temps, les États-Unis ont imposé à leurs institutions financières une série de restrictions quant à la taille. L'une de ces restrictions de base était qu'une institution ne pouvait pas détenir plus de 10 p. 100 des dépôts nationaux. Cette restriction existe encore. Et il existe des institutions qui commencent à se heurter à cette limite.

Chez nous, nous n'avons jamais restreint explicitement la taille des institutions. Ceci dit, nous avons une politique en matière de concurrence et il y a un rapport entre la taille, la concurrence et la stabilité financière, le tout étant étroitement surveillé par l'organisme de réglementation des banques, le BSIF.

There are two broader issues for a country like Canada that need to be considered. The first is the relative size of the financial sector versus the economy as a whole. I will give you my conclusion first, which is that we do not think this is the case in Canada, but there were other economies in the world where the size of their financial sector was multiples of their GDP — five, six times of GDP. In effect, there was a realization that the financial sector was too big to save. It was not too big to fail; it was too big for the resources for the country in question. Iceland would be one example of that. There were some concerns in Switzerland that the aggregate size of the financial sector was potentially too large. It was dealt with.

Some of those countries, and I think specifically Switzerland, Sweden and the United Kingdom, where there are very large financial sectors relative to their economies, have been more aggressive earlier on concerning this too-big-to-fail question, and that is the second consequence for Canada. Every economy has to think about this question of ending too-big-to-fail and ending the perception of too-big-to-fail. Ending too-big-to-fail is central to the agenda of the Financial Stability Board and, by extension, to Canada as a whole.

There are a variety of mechanisms or policies necessary to do that. Some of them relate to reforms to derivatives and other markets so that those markets continue to function if a firm fails. We are implementing that. We have made some important decisions and announcements over the last few months on that. Others relate to resolution strategies, the ability to resolve an institution when it gets into trouble. The government has introduced and, I believe, passed legislative changes that affect some of the powers of CDIC, which is one of the resolution authorities in Canada, over the course of the last several years, so that aids through a so-called bridge bank structure.

There is another area that we are looking at internationally, which is to ensure more transparently that non-equity creditors can be bailed in if a firm fails. What that means is that instead of having taxpayers bail out an institution that runs out of the equity that it has because of losses, that more junior creditors, the subordinated debt holders or some of the unsecured debt holders — not the depositors — would actually have their debt converted into equity in the new bank to absorb some of the losses.

That would do a couple of things. First, it would prevent the need to put taxpayers' money up there to bail out the institution; and, second, the knowledge in advance that that is what would happen if the bank failed would mean that these debt holders actually worry about their investment in large bank bonds and they would be more cautious and hold the banks more to account, which was certainly not the case in the run-up to the crisis when

Il existe deux questions plus larges dont il convient de tenir compte, dans un pays comme le Canada. La première a trait à la taille relative du secteur financier par rapport à l'économie dans son ensemble. Je vais vous donner ma conclusion d'abord, soit qu'on n'a pas à se préoccuper de ce point au Canada. Mais il y avait d'autres économies dans le monde où le secteur financier correspondait à plusieurs fois le PIB national : cinq ou six fois ce PIB. Là, on s'est aperçu que le secteur financier était trop gros pour qu'on puisse le renflouer. Il n'était pas trop gros pour faire faillite, mais trop gros pour les ressources du pays en question. L'Islande est un bon exemple de cette situation. La Suisse, quant à elle, s'est inquiétée un temps de la proportion peut-être excessive de son secteur financier. Elle y a remédié.

Certains des pays où le secteur financier est très important par rapport à l'économie en général (la Suisse, la Suède et le Royaume-Uni, par exemple) ont été plus rapides à adopter des mesures vigoureuses en ce qui concerne ces institutions trop grosses pour faire faillite. C'est là la deuxième conséquence pour le Canada. Chaque économie doit se pencher sur la possibilité de mettre fin aux institutions trop grosses pour faire faillite et à l'idée qu'elles sont trop grosses pour faire faillite. Mettre fin aux institutions trop grosses pour faire faillite est un aspect clé du mandat du Conseil de stabilité financière et, de ce fait, du Canada dans son ensemble.

Il existe une série de mécanismes ou de politiques nécessaires à cet égard. Certaines portent sur une réforme des produits dérivés et d'autres marchés, afin que ces marchés continuent à fonctionner si une société fait faillite. C'est ce que nous mettons ceci en œuvre. Nous avons pris des décisions importantes à ce sujet et les avons annoncées au cours des derniers mois. D'autres mesures ont trait aux stratégies de résolution, la capacité de résoudre une institution en difficulté. Ces dernières années, le gouvernement a proposé et adopté, sauf erreur de ma part, des changements législatifs qui ont une incidence sur certains pouvoirs de la SADC, l'une des institutions de résolution au Canada, permettant ainsi la création d'une structure relais bancaire.

Les instances internationales se penchent sur un autre domaine : la possibilité de garantir de façon plus transparente le renflouement des créanciers sans capital si une institution faisait faillite. Qu'est-ce que cela veut dire? Qu'au lieu de demander aux contribuables de renflouer une institution à court de capital du fait de pertes, on convertirait les sommes dues à des créanciers de deuxième rang, les détenteurs de créances subordonnées ou non garanties, en part de capital dans la nouvelle banque, afin d'absorber une partie des pertes. Cependant, cela ne se ferait pas pour les déposants.

La formule présente deux avantages. Tout d'abord, elle éviterait d'avoir recours à l'argent des contribuables pour renflouer une institution. Deuxièmement, sachant à l'avance le mécanisme appliqué en cas de faillite de la banque, les créanciers réfléchiraient à deux fois avant d'investir dans de grosses obligations bancaires; ils seraient plus prudents et demanderaient plus de comptes aux banques, ce qui n'était pas nécessairement le

bank paper traded and even very risky banks in the end traded at levels that were heavily influenced by the strength of the country in which they operated.

Those are some of the things that are being done and could be done to help address the issue you are raising.

Senator Tkachuk: I am not sure if you answered the question.

Mr. Carney: Was your question whether we want a cap? I thought it was a great answer to your question. Rate it as we go. Is the question, “Is it our view that we should have a specific cap on size in Canada?” The answer would be no. Do we have a cap on size in Canada? The answer is no, but is there a competition policy in Canada and are there other financial stability considerations here? The answer, of course, is yes. Do those effectively limit the degree of concentration in size? Yes, certainly in terms of concentration and mergers, with the ultimate responsibility being held by the Minister of Finance.

Senator Tkachuk: I have one more question. I am concerned, as you can tell by the first question, about what is happening outside of our country.

I want to go to Europe now. On the second page of your presentation, you said, and a lot of people use that word: “The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. The Bank’s projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis” The word “contain” means kind of plug the hole with your finger, right?

Mr. Carney: Yes.

Senator Tkachuk: It shows that you or maybe the bank is not that hopeful that they would actually cure the problem, which would be the ultimate solution. If all they will do is contain it, to me all that means is that we are good for another three or four months and then all hell will break loose again. How long can this go on, containing it?

Mr. Carney: It can go on for quite some time and has gone on for quite some time.

Senator Tkachuk: That is a very good answer, too. It has.

Mr. Carney: It has gone on. It means exactly what you say. It is important that we all recognize that. We are not saying that we are assuming that they resolve the crisis; our projection does not assume that the euro is fully “refounded” and relaunched. In fact, by 2014, which is the end of our projection, the European economy is still smaller as a whole than it was in 2007. It has not clawed back to the level of 2007, which is true stagnation. That is the first point.

cas avant la crise, pour les échanges de papiers bancaires. Au bout du compte, même des papiers bancaires hautement risqués s’échangeaient à des niveaux fortement influencés par la force du pays où la banque est installée.

Voici donc les mesures prises ou susceptibles d’être prises pour remédier au problème que vous soulevez.

Le sénateur Tkachuk : Je ne suis pas sûr que vous ayez répondu à ma question.

M. Carney : Votre question était-elle de nous demander si nous voulions un plafond? Je croyais avoir donné une excellente réponse à votre question. À vous de juger sur les faits. Si la question était : « Selon vous, faudrait-il adopter un plafond propre à la taille des institutions bancaires au Canada? » La réponse serait non. Avons-nous un plafond sur la taille au Canada? La réponse est non. Néanmoins, existe-t-il une politique en matière de concurrence au Canada, ainsi que d’autres éléments de stabilité financière? La réponse est bien sûr oui. Ces mesures limitent-elles efficacement le degré de concentration par la taille? Oui, indubitablement en ce qui concerne la concentration et les fusions, la responsabilité dans ce domaine revenant au bout du compte au ministre des Finances.

Le sénateur Tkachuk : J’ai une autre question. Comme vous avez pu en juger par ma première question, je suis préoccupé par ce qui se passe hors de notre pays.

J’aimerais me rendre en Europe, maintenant. À la deuxième page de votre exposé, vous utilisez un terme que reprennent beaucoup d’experts : « Des risques importants pèsent sur les perspectives d’évolution de l’inflation au Canada. Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle... » « Contenir », c’est un peu tâcher de boucher un trou avec le doigt, n’est-ce pas?

M. Carney : Effectivement.

Le sénateur Tkachuk : Cela montre que vous ou la banque n’avez pas beaucoup de foi dans la capacité des Européens de résoudre le problème, ce qui serait une solution une fois pour toutes. Quand je dis « contenir », je me dis que ça va aller pendant deux ou trois mois encore, puis que tout va partir à vau-l’eau, une fois de plus. Combien de temps cela peut-il se poursuivre, à se « contenir »?

M. Carney : Cela peut se poursuivre pendant un certain temps et cela se poursuit d’ailleurs depuis un bon moment.

Le sénateur Tkachuk : Très bonne réponse, effectivement, cela fait un bon moment.

M. Carney : Oui, cela fait un bon moment. Et cela veut dire précisément ce que vous comprenez. Il est important que nous en ayons tous conscience. Nous ne prétendons pas qu’ils vont résoudre la crise. Dans nos prévisions, nous ne partons pas de la supposition que l’euro sera complètement rétabli et relancé. En fait, en 2014, soit la fin de nos provisions, l’économie européenne reste de moindre importance dans son ensemble qu’en 2007. Elle ne s’est pas hissée au niveau qu’elle avait atteint en 2007. C’est une vraie stagnation. C’est la première chose.

Second, what would it take to resolve the crisis? There, we argue — and we have said this publicly — that this should be measured in years, not months. It could take anywhere between three to five years for them truly to resolve this issue. It would actually be in everyone's interest, in our view, if that were transparently, upfront acknowledged and, in fact, a date were set for the ratification of certain amendments, which one would think from afar will be required of the European Constitution in order to have some degree of fiscal federalism, I will call it, which is a Canadian term — a transfer union, a European term, or euro bonds, another European term. Some element of pooling of fiscal resources would be required, clearly a constitutional adjustment. There may be constitutional adjustments required in order to enforce a true financial union, to create a banking union, in their terminology.

We talked earlier about the Spanish reforms as one example. The payoff for those reforms will take five years, probably. Even flawlessly executed, it will take that period of time. The adjustment on the fiscal side from big deficits to sustainable fiscal balances will take somewhere between that three- to five-year horizon.

Our suggestion to our European colleagues is obviously to continue doing what they are doing and working toward these solutions, but set expectations around that time frame, ensure that the countries that are most affected have access to resources to finance themselves over that time frame so we are not living through a series of crises every three months because country X will potentially hit the wall and needs to have things adjusted.

I will make a tentatively bold prediction that next time we are here we will be saying we assume the European crisis will remain contained — and contained and contained and contained — and it will be some time before we actually have an expectation or a forecast that has resolution of the crisis.

Senator Ringuette: Welcome on this trick-or-treat day.

You stated in your presentation that the bank continues to project that the expansion in Canada will be driven mainly by growth in consumption and business investment. Business investment, as you also indicated yesterday, is not that hot; they are keeping their money in the bank even though the interest rate is very low.

Last year we drastically eliminated most of the tariffs on equipment. I am looking at the most recent KPMG *Competitive Alternatives Special Report* on tax comparing corporate taxes from 14 countries. In overall corporate income tax rate, Canada is the lowest, at 15.2 per cent, followed by the Netherlands and then by China, who are at 23.5 per cent. You can then go into more detail and look at manufacturing. Canada ranks second with regard to corporate income tax for manufacturing at 22.5 per cent. China is

Deuxième chose : que faudrait-il pour résoudre la crise? Selon nous, et nous l'avons déjà affirmé publiquement, il faudrait des années, non des mois. Cela pourrait nécessiter de trois à cinq ans, avant que les Européens règlent véritablement la question. Il serait en fait dans l'intérêt de chacun, selon nous, de le reconnaître de façon transparente, directement, voire de fixer une date pour la ratification de certaines modifications sans doute nécessaires à la constitution de l'Union européenne, si elle souhaite établir un certain degré de fédéralisme financier (pour utiliser un terme canadien) ou d'union de transfert ou encore d'obligations en euro, pour utiliser la terminologie européenne. Il faudrait, en tout cas, une mesure de mise en commun des ressources financières, avec un ajustement de la constitution. Il faudrait peut-être des ajustements à la constitution pour parvenir à une véritable union financière ou créer une union bancaire, selon leur terminologie.

Nous avons pris plus tôt les réformes appliquées en Espagne comme exemple. Elles porteront leurs fruits dans cinq ans, sans doute. Même si elles sont exécutées sans faute, il faudra tout ce temps. D'un point de vue financier, le passage de gros déficits à des situations d'équilibre viable va nécessiter de trois à cinq ans également.

Ce que nous suggérons à nos homologues européens, c'est, manifestement, de continuer à faire ce qu'ils auront commencé à faire pour parvenir à trouver des solutions, mais aussi de fixer un échéancier de cet ordre, de veiller à ce que les pays les plus touchés aient accès aux ressources voulues pour se financer durant la période en question, aussi. Ainsi nous n'aurons pas de crises à répétition tous les trois mois quand un pays X ou Y se heurtera à un mur et aura besoin de mesures d'ajustement.

Je vais hasarder une prédiction valeureuse : que la prochaine fois que je comparerais devant le comité, je dirai que nous supposons que l'Europe continuera à contenir la crise — et à la contenir et à la contenir et à la contenir. Selon moi, ce n'est pas demain que nos prévisions ou nos attentes reposeront sur une résolution de la crise.

Le sénateur Ringuette : Bienvenue, en ce jour d'Halloween.

Vous avez dit dans votre exposé que la banque continue à supposer que l'expansion au Canada serait entraînée par la croissance de la consommation et l'augmentation de l'investissement des entreprises. L'investissement des entreprises, comme vous l'avez indiqué hier, n'est pas vraiment le point fort. Elles gardent leur argent en banque, bien que les taux d'intérêt soient particulièrement bas.

L'an dernier, des mesures radicales ont permis l'élimination de la plupart des frais de douane frappant l'équipement. Je regarde le dernier rapport de KPMG, intitulé *Competitive Alternatives Special Report*, qui compare les taux d'imposition des sociétés dans 14 pays. Pour le taux d'imposition général des sociétés, le Canada est le mieux placé, avec 15,2 p. 100, suivi par les Pays-Bas, puis la Chine, l'un et l'autre à 23,5 p. 100. Si on se penche sur les détails et qu'on examine le secteur manufacturier, le Canada arrive en deuxième

first at 20.7 per cent, which is not a lot of difference with regard to corporate taxes. There is a big difference in the U.S., of course. We all know that.

With regard to the two premises that you have stated for economic growth in Canada, business investment is not there and the reduction in corporate taxes and in tariffs on equipment has done nothing to spur investment, so we need to seriously question the business investment scenario.

With respect to growth in consumption, the only way you can get Canadians or other citizens to consume more is to increase their income, and we all know that in the last 20 years income for middle-class and lower-class citizens has been practically stagnant.

I am looking at that scenario on the one hand and on the other at government deficit. We have a major deficit in our infrastructure. If there is ever more consumption that brings forth corporate investment, infrastructure will be desperately needed, and we are in a deficit situation, as is consumption. Your answer may be that this is a government economic policy.

The Chair: Senator Ringuette, half your time is up and the question has not yet arrived.

Senator Ringuette: I will ask my two questions.

That being said, first, you are asking for more corporate tax cuts although that has done nothing to spur growth. The other major issue is that we still have a very high Canadian dollar that is not helping to spur corporate investment in producing goods to be exported.

Mr. Carney: I draw your attention to page 25 of the English version of the report. In the bottom right corner, Chart 3-E shows in red the path of business investment in Canada since the recession and recovery. The blue line in the middle of the gray is the historic average.

We had a sharp falloff in business investment immediately after the recession, as indicated by the vertical line, and then a recovery from that trough. Business investment is growing in line with previous recoveries. Everything in gray is the path of business investment historically since the Great Depression. It is a little less than the historic average. We have termed that solid but not spectacular. That is a fair description of the business investment performance in Canada. The dotted lines are the forecast going forward.

Our forecast for business investment is growing between 5.5 and 6 per cent depending on the year. Again, that is solid business investment, and it is an important contributor to the level of growth because, from a contribution to growth perspective, in 2013, for example, our expectation is that we will

place, avec un taux d'imposition de 22,5 p. 100. Il est précédé par la Chine, avec 20,7 p. 100, soit une différence plutôt minime. La différence avec les États-Unis est importante, ce que nous savons tous.

Prenons les deux éléments dont dépend selon vous la croissance au Canada. L'investissement des sociétés manque à l'appel. La réduction de l'impôt des sociétés et des frais de douane frappant l'équipement n'a rien fait pour stimuler l'investissement. On est donc en droit de se demander si l'investissement des entreprises est un scénario plausible.

En ce qui concerne la croissance de la consommation, la seule façon d'amener les Canadiens ou d'autres citoyens à consommer plus est d'augmenter leurs revenus. Or, nous savons tous que, au cours des 20 dernières années, les revenus de la classe moyenne et des citoyens au bas de l'échelle ont connu une stagnation quasi totale.

Je vois ce scénario d'un côté et le déficit gouvernemental de l'autre. Nous accusons un déficit majeur en matière d'infrastructure. Si on finit par avoir plus de consommation et que cela entraîne plus d'investissements des sociétés, on aura désespérément besoin d'infrastructures et nous sommes en situation de déficit, comme pour la consommation. Votre réponse est peut-être que cela relève de la politique économique du gouvernement.

Le président : Sénateur Ringuette, la moitié de votre temps est écoulé et on attend encore votre question.

Le sénateur Ringuette : Je vais poser mes deux questions.

Il n'empêche que, d'abord, vous demandez plus d'allègement de l'impôt des sociétés, bien que cela n'ait rien fait pour stimuler la croissance. Ensuite, nous avons un autre problème majeur : un dollar canadien particulièrement fort qui n'aide pas à stimuler l'investissement des sociétés dans la production de biens destinés à l'exportation.

M. Carney : Laissez-moi attirer votre attention à la page 27 de la version française du rapport. En bas, à droite, figure le graphique 3-E où est tracée en rouge la courbe de l'investissement des sociétés au Canada depuis la récession et pendant la reprise. La courbe bleue dans la plage grise constitue la moyenne historique.

On constate une chute marquée de l'investissement des sociétés juste après la récession, au point indiqué par la ligne verticale, puis une reprise au sortir du creux. La trajectoire de la reprise de l'investissement des sociétés est parallèle à celle suivie durant les autres reprises. La plage grise correspond à l'évolution de l'investissement des sociétés depuis la Grande Dépression. La progression actuelle est un peu inférieure à la moyenne historique; nous l'avons qualifiée de solide sans être spectaculaire et c'est une description appropriée du comportement de l'investissement des sociétés au Canada. Vous avez en pointillé nos prévisions pour l'avenir.

Nous envisageons une progression de 5,5 à 6 p. 100 pour l'investissement des sociétés, selon l'année. Là encore, c'est un investissement des sociétés solide et une contribution importante à la croissance. En effet, en 2013, par exemple, nous estimons à 2,3 p. 100 la croissance du PIB et à 0,7 p. 100 la part de cette

get 0.7 percentage points of growth from business investment out of a total of 2.3 percentage points of GDP growth; that is, a little more than a quarter of growth will come from business investment. That is a decent share given the relatively small share of business investment.

We should be careful not to overstate the case on business. Canadian business is investing. One can make an argument that they have more resources to invest and more opportunities to invest in. Some of the uncertainty in the global economy is undoubtedly holding them back from taking full advantage of those resources and opportunities, and anything we can do to reduce that is welcomed.

We do not have a big tax agenda. This is just an observation about a measure that the government has taken; it is not us pounding the table for additional measures. I wish to be clear about that. Also, it would not be appropriate for us to do that.

Consumption is about half of the contribution to growth space, so 1.2 percentage points of consumption contributing to growth. That is consumption growth of about 2 per cent per annum next year, for example. Our view on disposable income growth is that it will be about 3.5 per cent per annum next year. It has been running a little higher than that. It is slowing down a bit, but it is 3 to 3.5 per cent over the course of the projection horizon. Consumers are running into deficit with borrowing above and beyond consumption for investment in housing and other things. We see that starting to adjust over the course of the horizon.

While there are challenges with the growth of middle class wages and adjustment in inequality, again, relative to the overall economy, the income growth is certainly sufficient to support that level of consumption. Consumers could decide not to consume for a variety of reasons and other things could happen that would cause us to have to change our projection, but it is an eminently achievable consumption outcome, and it is a slower growth and consumption than we have seen previously.

I am not sure I caught the question on the dollar. I can say that we do have a dollar and it does float.

Senator Ringuette: How much influence can you have on the value of the Canadian dollar in order to enhance the opportunity for our manufacturing sector and our business community to be more competitive worldwide and have a better crack at the export market, although it has shrunk?

Mr. Carney: Monetary policy is an important determinant of exchange rates, although not the only determinant, but the objective of monetary policy is not so narrowly circumscribed. The objective of monetary policy is to deliver low, stable and predictable inflation, specifically, a 2 per cent increase, on average, over the medium term in total CPI inflation. That is

croissance due à l'investissement des sociétés — soit un peu plus du quart de la croissance. C'est une part plutôt honorable, vu la petite portion que représente l'investissement des sociétés.

Il faudrait éviter, en fait, de brosser un portrait-charge des entreprises canadiennes. Elles investissent, même si on peut avancer qu'elles ont plus de ressources à investir et plus d'occasions d'investissements possibles. La fragilité de l'économie mondiale contribue, nul doute, à leur hésitation à investir leurs ressources et à saisir ces occasions. Tout ce que nous pouvons faire pour remédier à cette situation est une bonne chose.

Nous n'avons pas de cheval de bataille fiscal; il s'agissait juste d'une observation sur une mesure prise par le gouvernement, pas d'une réclamation à cor et à cri pour des mesures supplémentaires. Je tenais à le préciser. D'ailleurs, ce type de revendications serait inapproprié de notre part.

La consommation, quant à elle, contribue pour moitié environ à la croissance possible : 1,2 p. 100 du PIB pour une croissance de la consommation de 2 p. 100 l'an prochain, mettons. Nous estimons que la croissance annuelle du revenu disponible sera d'environ 3,5 p. 100 l'an prochain. La progression était autrefois un peu plus marquée; on observe un certain ralentissement; mais on prévoit une fourchette de 3 à 3,5 p. 100 durant la période sur laquelle portent les prévisions. Les consommateurs accusent un déficit en empruntant en plus de la consommation pour investir dans le logement et d'autres éléments. Pourtant, on constate que cette tendance s'ajuste graduellement durant la période sur laquelle portent les prévisions.

Bien que la croissance des salaires de la classe moyenne et le rajustement de l'inégalité soient problématiques, encore une fois, par rapport à l'économie de façon générale, la croissance du revenu est tout à fait suffisante pour maintenir ce niveau de consommation. Les consommateurs pourraient décider de ne plus acheter pour diverses raisons et d'autres facteurs pourraient nous pousser à changer nos projections, mais il s'agit d'un niveau de consommation tout à fait réaliste. La croissance et la consommation sont plus lentes que ce que nous avons constaté par le passé.

Je ne suis pas certain d'avoir compris la question sur le dollar. Je peux toutefois affirmer que nous avons une monnaie flottante, le dollar.

Le sénateur Ringuette : Dans quelle mesure pouvez-vous influencer sur la valeur du dollar canadien afin de permettre à notre secteur manufacturier et à notre milieu des affaires d'être plus concurrentiels sur la scène internationale et d'avoir une meilleure chance sur les marchés d'exportation, bien que ce dernier ait rétréci?

M. Carney : La politique monétaire est un facteur déterminant — mais non le seul — des taux de change, mais ce n'est pas ce à quoi se limite son objectif. Elle vise à garantir un taux d'inflation bas, stable et prévisible, soit une augmentation moyenne de 2 p. 100 à moyen terme pour l'indice des prix à la consommation. Ce sont les modalités de l'entente avec le gouvernement du Canada. Il s'agit du

the agreement with the Government of Canada. That is the mandate of the Bank of Canada, and we conduct monetary policy in order to achieve that. By being consistent in the achievement of that, we help to ensure that the borrowing costs for Canadian firms and Canadian households are lower and more stable than they otherwise would be, and we help to ensure, among many other things, that the most disadvantaged Canadians are not affected by high and variable inflation, because they are the ones who would pay the price if we were to not succeed in fulfilling our mandate.

Senator L. Smith: There is a fiscal cliff in the U.S. We have been told that by year end there is a cliff. There is an election coming up; the House of Representatives and the Senate have been at odds on getting things through. What has to be done? Will it take place? As citizens reading the newspapers, it is kind of scary. What is your assessment of what will be done? When and how does it all get done?

Mr. Carney: I will preface my answer by emphasizing that we are no wiser on this than anyone else. We are not in possession of any deep insight in terms of how this could be resolved. The challenge, as I am sure you know, is that there is an expiration of some fairly significant tax cuts, the so-called Bush tax cuts, and there is a disagreement between parties whether some of them should be retained — that is, middle-class and lower-class tax cuts retained and the upper-class ones allowed to expire or not. There are some immediate reductions in defence spending and other spending. There are other elements, but the sum of those measures — and they are all in legislation, so all will happen automatically if nothing is done — both in our estimation and in the estimation of many others, is in the order of 3.5 to 4 percentage points of GDP. We have U.S. growth next year of 2.3 or so, and embedded in that 2.3 percentage points — the net fiscal drag will be 1.5 percentage points in the U.S. next year. In other words, if none of this happened, and if everything else in the world were the same, you could argue that the U.S. would grow at 3.8 percentage points next year. That might not be a good strategy because ultimately they have to adjust their fiscal path, but that is where they are. If they had the additional contraction from the fiscal cliff happening and nothing changing, they would be pushed, on our numbers, into recession. That does not fully take into account potential confidence effects. Obviously, driving off the fiscal cliff and not doing anything about it would suggest a certain degree of policy gridlock that could be unsettling to both businesses and financial markets.

American authorities are fully aware of that on both sides of the House and Senate, so we would expect them to work toward resolving it. The challenge is, though, that it involves a negotiation and there are some fairly strong opinions on both sides. We have seen brinksmanship in the U.S. before and there is

mandat de la Banque du Canada, et notre politique monétaire vise toujours cet objectif. En nous efforçant toujours d'atteindre cette cible, nous contribuons à faire en sorte que les coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages canadiens soient plus faibles et plus stables qu'ils ne le seraient autrement. En outre, nous veillons notamment à ce que les Canadiens les plus défavorisés ne soient pas touchés par un taux d'inflation élevé et variable, puisque ce sont eux qui en payeraient le prix si nous ne parvenions pas à remplir notre mandat.

Le sénateur L. Smith : On constate l'existence d'un précipice budgétaire aux États-Unis. On nous dit que d'ici la fin de l'année, on sera au bord du gouffre. L'élection approche; la Chambre des représentants et le Sénat ne s'entendent pas sur les mesures à adopter. Que doit-on faire? Cela se produira-t-il vraiment? Pour un citoyen qui lit les journaux, ce n'est pas rassurant. D'après vous, quelles mesures seront prises? Quand et comment procédera-t-on?

M. Carney : Tout d'abord, sachez que nous ne savons rien de plus que vous. Nous n'avons aucune information précieuse sur la façon de résoudre ce problème. Comme vous le savez sans doute, d'importants allègements fiscaux — ceux de l'administration Bush — arrivent à échéance, et les partis n'arrivent pas à s'entendre sur ceux qui devraient être conservés — c'est-à-dire qu'on souhaite maintenir les allègements fiscaux pour la classe moyenne et la classe inférieure, mais on ne s'entend pas sur le sort de ceux pour la classe supérieure. On constate des réductions immédiates dans certaines dépenses, notamment dans la défense. D'autres facteurs entrent en ligne de compte, mais l'ensemble de ces mesures — dont le sort est prévu par la loi, donc tout se produira automatiquement si rien n'est fait —, selon nos estimations et celles de nombreux autres, représentent environ 3,5 à 4 points de pourcentage du PIB. La croissance américaine l'an prochain s'établira à environ 2,3 points de pourcentage, ce qui tient compte du freinage fiscal de 1,5 point de pourcentage. En d'autres termes, si rien de tout cela n'était arrivé, mais que les circonstances mondiales étaient les mêmes, on pourrait soutenir que la croissance américaine s'élèverait à 3,8 points de pourcentage l'an prochain. Ce n'est peut-être pas une bonne stratégie parce qu'au bout du compte les Américains devront tout de même réorienter leur plan budgétaire, mais voilà où ils en sont. Si rien d'autre ne changeait mais que les États-Unis tombaient dans ce précipice budgétaire, la contraction économique additionnelle les précipiterait, selon nos calculs, dans une récession. On ne tient toutefois pas pleinement compte ici des effets possibles sur la confiance. De toute évidence, si on sombrait dans ce gouffre fiscal sans lever le petit doigt, on devinerait une certaine paralysie politique qui pourrait déstabiliser tant les entreprises que les marchés financiers.

Les autorités américaines, tant du côté de la Chambre que du Sénat, sont on ne peut plus conscientes de la situation; on s'attend donc à ce qu'elles s'emploient à la corriger. Or, il faudra pour ce faire négocier, mais le problème c'est que certains ont des opinions très tranchées, et ce, des deux côtés. On a déjà vu cette

certainly a possibility of it again. We cannot easily map out the solution, and we will not even begin to get a sense of the hardness of positions until after November 6. It is an uncertainty.

Our view is that this uncertainty is actually helping to dampen the growth of investment in the United States at the moment because it is a material uncertainty at the moment.

Senator L. Smith: Is that the best worst-case scenario?

Mr. Carney: A reasonable scenario is some sort of fiscal adjustment on the order of magnitude that we have in here of 1 to 1.5 percentage points — something in that range, with some mixture. I would not want to speculate on the worst-case scenario. I think an unfortunate one would be a scenario where the measures were allowed to take effect and then the negotiation would be back from that level. You would have the drag that would be introduced from having the measures take effect January 1. That is, taxes would be higher and there would be less spending immediately, and then there would be an adjustment and a time lag before things were resolved. We will see. As will everyone, we will watch this one with interest.

To be absolutely clear, obviously, if the trajectory of the U.S. economy materially changes, that will have an impact on the outlook for activity and inflation in Canada, and obviously monetary policy would take that into account.

Senator L. Smith: Following that lead, household debt and changes in interest policy could be influenced by what happens in the U.S. and what happens in Europe. How do you condition people with mortgages at \$100,000 to \$200,000 at 2.5 points and suddenly interest rates go up by even 1 or 2 points so that people say, “It has only gone up one or two points,” but it could be a double for some people? How do we condition people in terms of preparing them? I know you are talking a lot about it and saying watch your household debt. Other people are taking that message, but how do we avoid the reality of that occurring?

Mr. Carney: Part of it is talking about it and making sure that people understand the reasonable possibility of where interest rates could go and certainly over the lifetime of a mortgage where they could go. Second is to ensure that, to the extent possible, the underwriting standards of financial institutions are as robust as they should be. OSFI has taken measures to do that in the last few months, ensuring that the credit standards of CMHC are strong and that they have also taken those adjustments. Finally, one must ensure that the terms of the actual mortgage are prudent and not to excess.

Beyond that, it is a little difficult. There are obviously individuals who will take these decisions, but from time to time products have offered fixed rates for a five-year or ten-year period, which is a new product in Canada. Obviously, that insulates an individual family from that type of risk, which is a possibility.

politique de la corde raide être appliquée aux États-Unis, et il est tout à fait possible que cela se reproduise. On ne peut facilement dresser de solutions, et on ne pourra commencer à discerner l'intransigeance des positions qu'après le 6 novembre. La situation est incertaine.

À notre avis, ce climat de grande incertitude contribue en fait à ralentir la croissance des investissements aux États-Unis.

Le sénateur L. Smith : S'agit-il là du meilleur des pires scénarios?

M. Carney : On peut raisonnablement s'attendre à un redressement fiscal de l'ordre de 1 ou 1,5 point de pourcentage, à peu de choses près. Je ne souhaite pas conjecturer sur le pire scénario. Je pense qu'il serait malheureux que les mesures entrent en vigueur et que les négociations reprennent ensuite à ce niveau. Les mesures entrant en vigueur le 1^{er} janvier auraient un effet de freinage. Ainsi, les impôts seraient plus élevés et les dépenses, immédiatement moindres. On constaterait alors un rajustement et il faudrait un certain temps avant que la situation ne soit corrigée. Nous verrons bien. Comme tout le monde, nous continuerons de suivre avec intérêt l'évolution de la situation.

Soyons parfaitement clairs : évidemment, si la trajectoire de l'économie américaine change considérablement, cela aura des répercussions sur les prévisions d'activités et d'inflation au Canada, et la politique monétaire devrait en tenir compte.

Le sénateur L. Smith : Donc, la dette des ménages et les changements dans la politique en matière d'intérêts pourraient être influencés par ce qui se passe aux États-Unis et en Europe. Comment faire comprendre aux gens qu'avec une hypothèque de 100 000 \$ ou 200 000 \$ à 2,5 points d'intérêt, si les taux d'intérêt augmentent soudainement, ne serait-ce que de 1 ou 2 points, certains ont beau dire que ce n'est qu'une augmentation d'à peine quelques points, mais que d'autres verraient leur taux d'intérêt doubler? Comment peut-on préparer les gens? Je sais que vous en parlez beaucoup et que vous incitez les gens à surveiller leur dette. D'autres ont repris le flambeau, mais comment peut-on éviter que cela se produise?

M. Carney : Tout d'abord, il faut en parler et veiller à ce que les gens comprennent ce qui pourrait arriver aux taux d'intérêt et ce que cela représenterait pour toute la durée d'une hypothèque. Ensuite, il faut veiller, dans la mesure du possible, à ce que les normes de souscription des institutions financières soient aussi robustes que possible. Le BSIF a pris des mesures à cet égard au cours des derniers mois, pour veiller à ce que les conditions de crédit de la SCHL soient solides et à ce que l'organisation ait apporté les ajustements nécessaires. Finalement, il faut que les conditions hypothécaires soient prudentes et non pas excessives.

Autrement, ça devient difficile. Ce sont les particuliers qui prendront ces décisions, mais de temps à autre on offre des produits à taux fixe sur une période de 5 ou 10 ans, ce qui est nouveau au Canada. Ainsi, la famille en question se trouve à l'abri de ce genre de risque, donc c'est une possibilité.

To make one other point on that, the other risk that individuals have to take into account is not necessarily a bet on where Bank of Canada policy goes exclusively, because a mortgage rate is a product of where the bond market goes. While we are all familiar with how low government bond rates are on a global basis, there are scenarios where there could be an increase over time in government bond rates — not because of monetary policy but because of just the sheer level of borrowing and uncertainty that develop on a global scale, the sustainability — a credit premium coming into those bonds. That would also affect mortgage rates over time as people renew.

[Translation]

Senator Massicotte: First of all, if I may, I would like to clarify something. You mentioned that the economy grew by 2.3 per cent in 2012 and 2013. Canadians, hearing that number, will think that all is well, I am sure. But at the same time, the population grew by nearly 1 per cent.

What percentage would be required for Canadians to feel that their personal income is increasing? Because over the last decade, they have seen very little improvement. We also see a problem of income disparity. The average Canadian has not saved anything and has not increased his income, and yet we hear about an economic growth rate of 2.3 per cent.

What percentage of growth do we need to attain for Canadians to feel richer and to start spending more money and stimulating the economy?

Mr. Carney: First of all, we are talking about the medium-term rate of productivity growth. The Bank of Canada has updated its estimates of the productivity growth rate and the rate of labour supply in Canada. Ultimately, the Bank is forecasting a 2.1 per cent yearly rate of growth for the Canadian economy by the end of 2014.

This gives us a sense of the challenge involved in significantly increasing the well-being of Canadians in the context of such rates of growth. In the medium-term, it is undesirable for the economy to grow more quickly than the potential rate because the current productivity gap is approximately two thirds of a percentage point.

So in order to have a sustainable rate of growth and the low, stable, predictable inflation rate we want, there are limits to having a growth rate that is much higher than 2.5 per cent.

Senator Massicotte: When you say 2.3 or 2.5, you are talking about the country's GDP growth rate.

Mr. Carney: Yes.

Senator Massicotte: Per capita, with a population growth of nearly 1 per cent.

Mr. Carney: Slightly more.

J'aimerais ajouter que les particuliers doivent peser un autre risque, puisque le taux hypothécaire ne dépend pas exclusivement de la politique de la Banque du Canada, mais également du marché des obligations. Bien que nous sachions tous que les taux des obligations d'État sont en général bas, il est possible que ces taux grimpent, non pas en raison de la politique monétaire, mais tout simplement à cause du niveau d'emprunt et de l'incertitude mondiale et des questions de pérennité — il s'agirait d'une prime au crédit dans ces obligations. Cette situation pourrait également avoir des répercussions sur les taux hypothécaires, à mesure que les prêts sont renouvelés.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Tout d'abord, si vous me le permettez, j'aimerais clarifier un point. Vous avez fait état d'une croissance de l'économie de l'ordre de 2,3 p. 100 pour 2012 et 2013. Je suis certain que les Canadiens, en entendant ce chiffre, se disent que tout va bien. Mais en même temps, il y a une croissance de la population de presque 1 p. 100.

Quel pourcentage serait nécessaire pour que les Canadiens puissent sentir que leur revenu personnel augmente? Parce que depuis une décennie, ils ont vu très peu d'amélioration de leur sort. Aussi, on constate qu'il y a un problème de disparité des revenus. Le Canadien moyen n'a pas épargné et n'a pas augmenté son revenu, mais on parle tout de même d'un taux de croissance économique de 2,3 p. 100.

Quel pourcentage de croissance faudrait-il atteindre pour que les Canadiens se sentent plus riches et recommencent à dépenser plus d'argent pour stimuler l'économie?

M. Carney : Tout d'abord, il est question de taux de croissance de productivité à moyen terme. La Banque du Canada a mis à jour ses estimations du taux de croissance de productivité et du taux de l'offre de main-d'œuvre au Canada. En bout de ligne, elle prévoit un taux de croissance de l'économie canadienne d'environ 2,1 p. 100 par année d'ici la fin de 2014.

Cela nous donne une idée du défi qui consiste à augmenter de façon significative le bien-être des Canadiens et des Canadiennes dans la situation d'un tel taux de croissance. À moyen terme, il n'est pas souhaitable d'accroître l'économie plus rapidement que le taux potentiel parce qu'actuellement l'écart de productivité s'élève environ à deux tiers de point de pourcentage.

Alors afin d'avoir un taux de croissance soutenable et un taux d'inflation faible, stable et prévisible, tel que désiré, il y a des limites à avoir un taux de croissance beaucoup plus rapide que 2,5 p. 100.

Le sénateur Massicotte : Quand on parle de 2,3 ou 2,5, on parle du taux de croissance du PIB du pays.

M. Carney : Oui.

Le sénateur Massicotte : Par capita, avec une croissance de la population de presque 1 p. 100.

M. Carney : Un peu plus.

Senator Massicotte: In other words, if we need 1.5 per cent to get to the same point, per capita, we have economic growth in the region of 1.0 or 1.2 per cent, which is not enormous. And with income disparity between a percentage of the Canadian population who have enjoyed a major increase in income and the middle class, which has remained stable, the situation is not very encouraging. Perhaps we are giving Canadians a false idea as compared to their expectations.

Tiff Macklem, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: As the Governor just mentioned, on page 25 of the French version of our report, you will find a table that illustrates our forecasts between now and 2015 in terms of potential growth, which is divided in two factors: labour productivity and trend labour input growth.

The issue you have raised is whether labour productivity can increase the standard of living for Canadians. According to the table, the 2012 rate was 1.2 per cent. We anticipate this rate to increase slightly to 1.5 per cent for 2014-15. This year, the investment growth rate is approximately 10 per cent. In our forecasting, as the Governor just mentioned, we anticipate a solid performance but not a spectacular one like 5 or 6 per cent. This rate is higher than the GDP rate, where the amount of productive capital in the economy will continue to increase. This is one of the major reasons why we are seeing an increase.

It is also possible that everything will progress more rapidly. We have discussed several times the challenges and opportunities for businesses in increasing their productivity. These would be investing in machinery and equipment, developing new external markets, especially in countries that are growing rapidly and investing in talent and the workforce. So it is possible that everything will progress more rapidly, and I hope that will be the case. The economy can grow more quickly with stable inflation. However, our forecasting must be balanced, and that is what we have provided.

Senator Massicotte: Let us consider the issue of income disparity. This is a very serious problem in other countries such as the United States, less so here in Canada. Over 10 years, 1 per cent of wealthy people have seen their income increase much faster than that of ordinary Canadians. Could you comment on the importance of this disparity? We must find a solution. Historically, wars have often resulted from too great of a disparity in incomes. It is not a problem in Canada. But it is something we should be more and more concerned about.

Mr. Carney: Income disparity and inequality is a problem. This problem exists in all the major advanced countries, and the situation has been worsening over the last few decades for several reasons, including globalization and the increasing use of technology in the workplace.

In Canada, we are in the middle of the pack of advanced countries with respect to the Gini coefficient. You are correct in saying that the disparity ratio in Canada, as in the other advanced

Le sénateur Massicotte : En d'autres mots, si on a besoin de 1,5 p. 100 pour arriver au même point, par capita, on a une croissance économique de peut-être 1,0 ou 1,2 p. 100, ce qui n'est pas énorme. Et avec une disparité de revenu pour un pourcentage de la population canadienne qui jouit d'une augmentation de revenu importante, alors que la classe moyenne demeure stable, la situation n'est pas vraiment encourageante. Peut-être donne-t-on un faux portrait aux Canadiens par rapport à leurs attentes.

Tiff Macklem, premier sous-gouverneur, Banque du Canada : Comme vient de le mentionner le gouverneur, à la page 25 de la version française de notre rapport, on retrouve un tableau qui illustre nos prévisions d'ici 2015 pour la croissance de potentiel, et il se divise en deux facteurs : la productivité du travail et la croissance tendancielle du facteur du travail.

Le point que vous soulevez est à savoir que la productivité du travail peut augmenter le standard de vie des Canadiens et Canadiennes. Le tableau indique que, pour 2012, le taux était de 1,2 p. 100. On anticipe que ce taux augmentera légèrement à 1,5 p. 100 pour 2014-2015. Cette année, le taux de croissance de l'investissement est d'environ 10 p. 100. Dans nos prévisions, comme le gouverneur vient de le mentionner, on anticipe une performance solide mais non spectaculaire de 5 ou 6 p. 100. Ce taux est plus rapide que celui du PIB, dont le montant de capital productif dans l'économie continuera d'augmenter. C'est une des raisons importantes pour laquelle on remarque une augmentation.

Il est possible que le tout progresse plus rapidement. Nous avons parlé, à plusieurs reprises des défis et des opportunités pour les entreprises d'augmenter leur productivité. On parle des investissements dans la machinerie et l'équipement, on parle du développement de nouveaux marchés extérieurs, surtout de pays qui s'accroissent plus rapidement, d'investissements dans le talent et la main-d'œuvre. Il est donc possible que le tout progresse plus rapidement, et j'espère que ce sera le cas. L'économie peut s'accroître plus rapidement avec une inflation stable. Toutefois, notre prévision doit être équilibrée, et c'est ce que nous avons fait.

Le sénateur Massicotte : Considérons l'aspect de la disparité entre les revenus personnels. Ce problème est très grave dans d'autres pays, comme aux États-Unis, il l'est moins au Canada. Sur 10 ans, 1 p. 100 des gens à l'aise ont connu une augmentation de revenu beaucoup plus élargie que le commun des Canadiens. Pouvez-vous commenter sur l'importance de cette disparité? On doit certes trouver une solution. Historiquement, les guerres ont souvent résulté d'une disparité de revenu trop élevée. Le problème ne se pose pas au Canada. Toutefois, c'est un problème duquel on devrait de plus en plus s'inquiéter.

M. Carney : L'enjeu de la disparité et l'inégalité des revenus est un problème. Ce problème existe dans tous les grands pays avancés, et la situation se détériore depuis quelques décennies à cause de plusieurs facteurs, notamment la mondialisation et l'importance de plus en plus grande de la technologie dans le travail.

Au Canada, pour ce qui est du coefficient de Gini, nous sommes à peu près au milieu des pays avancés. Vous avez raison de dire que le ratio de disparité au Canada, comme dans les autres

countries, has worsened over the last decade. What can be done? According to the Bank, the solutions are rather medium-term. There are no immediate solutions nor simple ones. The level of talent must increase as well as opportunities for all middle class people in Canada. It is mainly a question of education and training in the workplace. In Canada, just as in the other advanced countries, we have observed an increasing gap in salaries between jobs that require technological skill and other types of employment. We have also noticed that more and more responsibilities or jobs are interchangeable. More and more services, for example, or aspects of a service, are being shared.

[English]

It is produced in other jurisdictions, and their wages have an influence on the wages that are paid here in Canada. The way out of that challenge is, as I said, to increase the skills of individuals and to ensure, in the broadest sense of the term, that our position in global value chains is at the higher end of those value chains as opposed to the lower end. The alternative of this, in our view, would be more of an “immiserating” strategy of locking ourselves off from the global economy, which would not serve.

[Translation]

Senator Maltais: It is always a great pleasure to see you and more specifically to listen to you. You teach us a great deal about international economics.

Governor, in your report, without being alarmist, your advice to Canadian families and to the economy is to be prudent. In that respect, I will come back to comments made by Senators Smith and Massicotte. The average Canadian makes up a large portion of the Canadian population.

Take the example of a couple whose combined income is \$70,000. They own a small house and a car, and have two children. Naturally, they have a mortgage on the house, car payments to make, children to send to school, property tax to pay and insurance costs. That couple does not have much room to manoeuvre. Unexpected expenses would be difficult for them.

What advice would you offer that couple for the coming year, in order to get through the slowdown that you are suggesting in your report?

Mr. Carney: We try never to give investment advice to Canadians. We hope that all Canadians understand that, even in a difficult economic situation across the world, in the United States, in Europe and to some extent in China, as we began to indicate today, Canada still has a lot going for it.

We have a lot of natural resources, a financial system that works well, a monetary policy that works, a budget standard that is solid and we are making gradual progress. But it is still progress. You must be prudent in managing your affairs, but ultimately, the Bank of Canada expects the Canadian economy to

pays avancés, s'est détérioré depuis une décennie. Que peut-on faire? Selon la banque, les solutions sont plus à moyen terme. Il n'existe pas de solutions immédiates ni de solutions simples. Il faut augmenter le niveau de talent et les occasions pour tous les gens de la classe moyenne au Canada. C'est surtout une question d'éducation et de formation pendant la vie au travail. On observe au Canada, et dans les autres pays avancés, un accroissement de l'écart des salaires entre les emplois qui nécessitent une compétence en technologie et les autres emplois. Aussi, on remarque que de plus en plus de responsabilités ou d'emplois sont échangeables. On partage de plus en plus de services, par exemple, ou d'aspects liés à un service.

[Traduction]

Ils sont produits dans d'autres administrations, où les salaires ont une influence sur ceux qui sont payés ici au Canada. Comme je l'ai dit, pour s'en sortir, il faut accroître les compétences des Canadiens et faire en sorte que nous nous retrouvions au haut des chaînes de valeur mondiale, plutôt qu'au bas. L'autre option, à notre avis, consisterait à nous isoler du reste de l'économie mondiale, mais cette stratégie appauvrissante ne serait pas dans notre intérêt.

[Français]

Le sénateur Maltais : C'est toujours un grand plaisir de vous voir et surtout de vous entendre. Nous recevons une leçon d'économie internationale bien étoffée.

Dans votre rapport, monsieur le gouverneur, sans être alarmiste, vous conseillez la prudence à l'économie et aux familles canadiennes. En ce sens, je reprendrai un peu les propos du sénateur Smith et du sénateur Massicotte. Le Canadien moyen compose une très grande partie de la population canadienne.

Prenons l'exemple d'un couple dont le revenu combiné est de 70 000 \$. Ils ont une petite maison, une auto et deux enfants. Ils ont, bien sûr, une hypothèque sur la maison, des paiements à faire sur la voiture, des enfants à envoyer à l'école, des taxes foncières à payer et des assurances. Ce couple ne jouit pas d'une très grande marge de manœuvre. Il ne faut pas que surviennent trop de dépenses imprévues.

Quels conseils auriez-vous à offrir à ce couple, pour l'année à venir, afin de traverser ce ralentissement que vous suggérez dans votre rapport?

M. Carney : On essaie de ne jamais donner de conseils d'investissement aux Canadiens et Canadiennes. On espère que tous les Canadiens puissent comprendre que même dans une situation économique difficile à l'échelle du monde, aux États-Unis, en Europe et un peu en Chine, comme nous avons commencé à l'indiquer aujourd'hui, le Canada a encore beaucoup d'atouts.

Nous avons beaucoup de ressources naturelles, un système financier qui fonctionne bien, une politique monétaire qui fonctionne, un standard budgétaire qui est solide et nous faisons du progrès à un rythme graduel. Mais c'est encore du progrès. Il faut être prudent dans vos affaires personnelles, mais

move forward, and that the growth rate will accelerate towards the end of this year and over the course of the next year. It will not be spectacular, but it is growth and it is progress.

Senator Maltais: So there is a fundamental stability? Everyone should be a bit prudent, but the situation is stable. We are not heading for a slump and the couple I used as an example is not heading towards disaster.

Mr. Carney: That is not the basic scenario.

Senator Maltais: He is not going to see a dramatic increase in his salary. He will have to make do with what he has, in order to get by, by being prudent. This is a prudent period.

Mr. Carney: That is right, a prudent period for Canadian families because we have seen an overall growth in Canadian household debt. So it would be best to be prudent.

In the Bank of Canada projection, our premise, our expectation is that prudence. We have a slight increase in household debt. Towards the end of the projected period, that comes to an end. So that prudence for your family is within that projection. Even with that prudence, the Canadian economy will grow, that is the Bank of Canada's expectation, our economy will grow at a very respectable rate. Consequently, wages and overall employment will both grow as well.

Senator Maltais: So the future does not look so bad for my couple, as long as they remain prudent.

Mr. Macklem: I might just add that we are beginning to see signs of a bit more prudence. That has just begun, so we should still watch this closely. That is why our report underscores the risks associated with household debt. Some indicators suggest a greater degree of caution, others indicate the opposite. So we are getting mixed signals, but the overall message is that we should be vigilant and watch this closely.

[English]

Senator Moore: Governor, back in April I asked you some questions. You said that the monetary policy stimulus is the overnight rate, and that is what you held at 1 per cent the other day. I am looking at the bank's financial statistics of this month and I am looking at the business loans. I heard what you said earlier about trying to encourage this. However, in 2008, those loans stood at \$180 billion and are relatively the same this year; they are up a little bit, but nominally. I look at that and I have to wonder whether you would agree that the policy is not getting the results that you had hoped for.

en bout de ligne, les attentes de la Banque du Canada sont que l'économie canadienne va progresser, que le rythme de croissance va s'accélérer vers la fin de cette année et pendant l'année prochaine. Alors ce n'est pas spectaculaire, mais c'est encore de la croissance et du progrès.

Le sénateur Maltais : Donc, c'est une stabilité au fond? Un peu de prudence pour tout le monde mais une stabilité. On ne s'en va pas vers un creux et mon petit couple cité en exemple ne s'en va pas vers une catastrophe.

M. Carney : Ce n'est pas le scénario de base.

Le sénateur Maltais : Lui ne touche pas des augmentations de salaire faramineuses. Il doit se contenter de ce qu'il a pour passer au travers en faisant preuve de prudence. C'est une période de prudence.

M. Carney : En effet, c'est une période de prudence pour les familles canadiennes parce que nous avons eu une période de croissance, d'un accroissement d'endettement des ménages canadiens dans l'ensemble. Alors il vaut mieux d'avoir une période de prudence.

Dans la projection de la Banque du Canada, il y a l'hypothèse, il y a une attente de cette prudence. Nous avons une augmentation légère d'endettement des ménages. Vers la fin de la projection, ça se termine. Alors la prudence de votre famille est dans la projection. Même avec cette prudence, l'économie canadienne va croître, c'est l'attente de la Banque du Canada, notre économie va croître à un rythme très respectable. Et par conséquent, les salaires et l'emploi dans son ensemble, les deux vont s'accroître aussi.

Le sénateur Maltais : Donc, les perspectives d'avenir pour mon petit couple ne sont pas si mauvaises, en autant qu'ils demeurent prudents.

M. Macklem : Je peux juste ajouter qu'on commence à avoir des signes d'un peu plus de prudence. Cela vient juste de commencer, donc, on devrait encore regarder cela de près. C'est pourquoi nous avons souligné dans notre rapport les risques associés à l'endettement des ménages. Il y a quelques indicateurs qui suggèrent plus de prudence, d'autres non. Donc, les signaux sont mixtes, mais le message est qu'on devrait regarder cela de près avec vigilance.

[Traduction]

Le sénateur Moore : Monsieur le gouverneur, en avril dernier, je vous ai posé quelques questions. Vous avez dit que le facteur de détente de la politique monétaire est le taux de financement à un jour, que vous avez maintenu à 1 p. 100. J'ai consulté les statistiques financières de la banque pour ce mois-ci et je me suis intéressé aux prêts à l'entreprise. Je vous ai entendu dire plus tôt que c'était à encourager. Cependant, en 2008, ces prêts s'élevaient à 180 milliards de dollars, un chiffre qui se maintient cette année; c'est un peu à la hausse, mais de façon négligeable. Je ne peux que m'interroger : ne diriez-vous pas que la politique n'atteint pas les résultats que vous espériez?

Mr. Carney: I would take a step back and look at the Canadian economy as a whole, which opened up a very large output gap in the immediate aftermath during the great recession, globally, and which grew at a rate stronger than virtually all major advanced economies. Importantly, that was due to the degree of monetary stimulus that was provided at the time. It is an economy that is now in an expansion, not in a recovery; we have fully recovered not just the jobs lost but the GDP that was lost in the recession. Incomes are growing. Employment has grown by a further 300,000-plus jobs.

I would note that our output gap is now around two thirds of a percentage point. Also, despite the very considerable headwinds that this economy faces from abroad — weakness in the United States and Europe being examples — and the strength of our Canadian dollar, which is related to that, we continue to grow. Our expectation is that we will, over the course of the next year, take up the remaining amount of slack gradually.

There is a final thing I would note. On an aggregated basis — so building up from not just the line item you are citing there but the broader business credit growth, which would include capital markets, issues and other ways of raising credit in business — on page 21 of the report, you do not have to necessarily go to it — but we have seen that business credit growth has picked up above its historic average. It is also growing at about 6.5 percentage points on an annual basis. What we have seen, and what is shown very clearly in that chart, is that the rate of household credit growth has decelerated, as we and others would desire, while business credit growth has accelerated. Business credit growth is now growing faster than household credit.

Mr. Macklem: The other point is that debt equity is very low. Corporations have lots of retained earnings, so there is ample scope to invest.

Senator Moore: I am cognizant of your remarks with regard to a possible bubble in the housing market. I look at the starts in 2008 — we were at 211,000 — and this July, the average is 209,000. However, residential mortgages have gone up from the same period — 2008 to 2012 — from \$487 billion to \$864 billion, a 43 per cent increase. I see the same or less housing stock and a huge increase in mortgages. Housing prices must be hyperinflated. I am cognizant of your comment about the household debt being 167 per cent, so where do you see that going?

Mr. Carney: Household debt?

Senator Moore: No, the issue with regard to mortgages, housing and so on.

M. Carney : J'aimerais qu'on prenne un peu de recul et qu'on prenne une vue d'ensemble de l'économie canadienne, où s'est creusé un large écart de production immédiatement après la grande récession mondiale, lequel s'est accentué plus rapidement que presque toutes les grandes économies avancées. Il importe de faire remarquer que c'était attribuable au degré de détente de la politique monétaire établi à l'époque. L'économie est maintenant en période d'expansion, et non pas de reprise; nous avons complètement récupéré non seulement les emplois, mais également le PIB perdu au cours de la récession. Les revenus sont en croissance, et plus de 300 000 emplois ont été créés.

Il convient de signaler que notre écart de production s'établit maintenant aux deux tiers d'un point de pourcentage. En outre, malgré la force des vents contraires qui soufflent de l'étranger sur notre économie — par exemple, la faiblesse des économies des États-Unis et de l'Europe — et la force de notre dollar canadien — et c'est relié —, nous continuons de croître. Nous nous attendons à ce qu'au cours de la prochaine année, nous récupérons graduellement ce qui reste des pertes.

Finalement, de façon globale — c'est-à-dire en ne nous basant pas seulement sur ce point précis que vous citez, mais sur la croissance générale du crédit aux entreprises, ce qui comprend les marchés financiers, les émissions de titres et les autres façons d'obtenir du crédit — à la page 24 du rapport, mais vous n'avez pas à vous y référer —, nous avons constaté que la croissance du crédit aux entreprises a dépassé sa moyenne historique. Elle gagne environ 6,5 points de pourcentage annuellement. Ce que nous observons, et ce que ce graphique montre très clairement, c'est que le taux de croissance du crédit aux ménages a ralenti, comme nous et d'autres le désirons, tandis que la croissance du crédit aux entreprises s'est accélérée. En fait, la croissance du crédit aux entreprises s'accélère maintenant plus rapidement que celle du crédit aux ménages.

M. Macklem : De surcroît, le ratio d'endettement est très bas. Les entreprises affichent de grands bénéfices non répartis, donc elles ont amplement la possibilité d'investir.

Le sénateur Moore : Vous avez dit qu'il pourrait y avoir une bulle dans le marché de l'habitation. En 2008, le nombre de mises en chantier s'élevait à 211 000, alors qu'en juillet dernier, la moyenne s'établissait à 209 000. Cependant, le montant des hypothèques résidentielles a grimpé au cours de la même période — soit de 2008 à 2012 —, passant de 487 milliards de dollars à 864 milliards de dollars, soit une augmentation de 43 p. 100. J'ai l'impression que le parc de logements est plus ou moins le même, mais que les hypothèques ont augmenté énormément. Il doit y avoir hyperinflation dans le prix des logements. Vous avez également dit que la dette des ménages s'élevait à 167 p. 100, alors qu'arrivera-t-il, à votre avis?

M. Carney : En ce qui concerne la dette des ménages?

Le sénateur Moore : Non, en ce qui concerne les hypothèques, le logement, et cetera.

Mr. Carney: Our expectation is spelled out in aggregate in terms of the share of residential investments, which are new houses, renovations, and included in that share is the commission component on resales. That has been running above its historic average. It has been running about 7 per cent of GDP in the last few years. Our expectation is that that will come off over the course of the projection horizon toward this historic average, that actually there will be a decline in residential investment that is started.

Senator Moore: Do you think the mortgage number will come down?

Mr. Carney: There is a lag with mortgages in terms of how they show up in the statistics, but over time there should be a continued deceleration in new mortgage credit in Canada. Our expectation is that the household debt number will peak over the course of the projection horizon by the end of 2014.

Senator Moore: You mean by the end of the 2014?

Mr. Carney: By the end of 2014, it will stop. In our projection, it is consistent with the end of the growth of household debt measured against income, which is just one of the aspects of this, obviously.

Senator Moore: That is if these assumptions hold.

Regarding personal debt, you mentioned that in 2008, credit cards were \$49.9 billion and line of credit was \$160 billion. Now they are at \$76 billion and \$241 billion respectively. There is almost a 50 per cent increase in personal lines of credit. It looks to me like people are taking on debt at interest rates that may be prohibitive and we do not see the economy moving ahead, so the banks or the institutions are lending money out. Are we setting up a trap here for consumers? How long will you keep the rate? I do not know how else you can deal with some of these things unless you send a solid message.

Mr. Carney: Let me deal with the specific and then move to the general.

There has been a move to increase personal lines of credit because those are credits secured against the equity in housing. There are fairly strict restrictions in terms of the amounts, the underwriting standards. In fact, OSFI, which oversees this, has tightened those standards further in the course of the last couple of months. Those have now come into effect.

This shift toward personal lines of credit in many respects makes sense. It is not substituting more expensive debt; it is substituting less expensive debt. If you are repaying your credit card with a personal line of credit, it is very tough to be paying a higher interest rate than you were on your credit card in that example, so there is some logic there. That said, our estimate has been that up to about 20 per cent of consumption over the course of the last several years has been financed through increases in

M. Carney : Nos attentes sont expliquées clairement pour l'ensemble des investissements résidentiels, ce qui comprend les nouvelles maisons, les rénovations et les commissions sur les reventes. De ce côté, on dépasse les moyennes historiques, puisqu'on a atteint 7 p. 100 du PIB ces dernières années. Nous nous attendons à ce que cela diminue au cours de la période visée par la projection, pour atteindre la moyenne historique. Ainsi, on observera une diminution de l'investissement résidentiel dans les mises en chantier.

Le sénateur Moore : Pensez-vous que les statistiques concernant les hypothèques vont être à la baisse?

M. Carney : L'effet ne se fera sentir dans les statistiques sur les hypothèques qu'avec un décalage, mais au fil du temps, on devrait constater une décélération continue des nouveaux prêts hypothécaires au Canada. La dette des ménages devrait atteindre son apogée au cours de la période de référence, soit d'ici la fin de 2014.

Le sénateur Moore : Donc d'ici la fin de 2014?

M. Carney : Cela cessera d'ici la fin de 2014. Selon nos prévisions, cela cadre avec la fin de croissance de l'endettement des ménages par rapport aux revenus, bien qu'il ne s'agisse là que d'un seul aspect parmi tant d'autres.

Le sénateur Moore : Si les hypothèses s'avèrent.

En ce qui concerne l'endettement personnel, vous avez indiqué qu'en 2008, les cartes de crédit représentaient 49,9 milliards de dollars, et les marges de crédit, 160 milliards de dollars. Maintenant, ces statistiques s'établissent respectivement à 76 et 241 milliards de dollars. On observe une hausse de près de 50 p. 100 du côté des marges de crédit personnelles. J'ai l'impression que les gens contractent des dettes à des taux d'intérêt prohibitifs, et comme l'économie ne progresse pas, les banques ou les institutions bancaires octroient des prêts. Est-on en train de tendre un piège aux consommateurs? Pendant combien de temps maintiendrez-vous le taux? Je ne sais pas par quel autre moyen vous pouvez corriger la situation, à moins de faire clairement passer le message.

M. Carney : Permettez-moi de m'attarder aux détails avant de vous donner une vue d'ensemble.

On a vu une augmentation des marges de crédit personnelles parce que celles-ci sont garanties par la valeur de l'habitation. On applique des restrictions strictes à l'égard des montants et des normes de souscription. En fait, le BSIF, qui se charge de superviser ces secteurs, a resserré davantage ces normes au cours des derniers mois. Les nouvelles normes sont maintenant en vigueur.

Cette transition vers les marges de crédit personnelles est logique à de nombreux égards. Il ne s'agit pas d'une dette plus coûteuse, mais plutôt moindre. Si vous remboursez vos dettes sur vos cartes de crédit avec une marge de crédit personnelle, il est fort peu probable que vous payez un taux d'intérêt plus élevé sur votre marge que sur votre carte de crédit, par exemple, donc c'est logique. Cela dit, nous estimons que jusqu'à 20 p. 100 de la consommation des quelques dernières années ont été financés

personal lines of credit — not just the shifting of one debt to another but actually using it. This can be consumption for home renovation or for a variety of things. Obviously, that is a channel that, as you borrow against the equity of your home, is a dynamic that tends to happen when house prices are increasing but not when house prices start to move sideways or fall.

Senator Moore: Are you saying that mortgage figure includes that? That is not correct.

Mr. Carney: No, the personal line of credit, which you were referencing, should include that. That is the specific.

To the general, which is what is the role of monetary policy in all of this, as we have been discussing, there are many headwinds against the Canadian economy from the rest of the world. There is a challenge to encourage business to invest. There are pressures on the currency. There are a variety of reasons why it is advantageous to have a very accommodative monetary policy. That is what we have here in Canada, a very accommodative monetary policy consistent with the achievement of that 2 per cent inflation target.

One of the known side effects of having low interest rates for a period of time can be the buildup of financial imbalances in various sectors of the economy. We are talking quite rightly about the household sector. That is one of the known side effects.

There are various lines of defence to address those risks. The first is the responsibility of individuals in ensuring that they understand the risk, as we were talking about with Senator Smith; the responsibility of financial institutions in their lending practices; then it is the regulations of OSFI in terms of how much capital is required, how good their underwriting standards are. Then it measures the so-called “macro-prudential measures” that the Government of Canada has taken, which has been to tighten the mortgage insurance rules of CMHC on four different occasions. All of those are more targeted ways of reducing the risk that you are focused on. Monetary policy ideally is complementary to that, so it is not pushing in a different direction.

Under our flexible inflation targeting regime, we could use monetary policy as the last line of defence to reinforce these other measures if it were necessary. As Mr. Macklem just noted, we are actually getting some mixed signs in terms of the evolution of household imbalances. There has been a slowing of the rate of growth of debt that is notable. We think that is continuing as we speak. There have been signs of adjustment in the housing market itself in various pockets. The condo market is still pretty hot, but the other housing markets are adjusting.

We, with others, are continuing to watch the situation, be vigilant, and we will respond as appropriate.

grâce à l'accroissement des marges de crédit personnelles — et non pas seulement par la substitution d'un type de dette pour un autre. Il peut s'agir d'emprunt pour la rénovation d'un domicile ou pour diverses choses. Évidemment, puisque le prêt est garanti par la valeur de l'habitation, cette transition tend à se produire lorsque le prix des logements s'accroît mais non pas lorsqu'il stagne ou diminue.

Le sénateur Moore : Êtes-vous en train de dire que cela est inclus dans les statistiques sur les hypothèques? C'est inexact.

M. Carney : Non, cela figure dans les marges de crédit personnelles, ce à quoi vous faisiez référence. Voilà pour les détails.

De façon générale, puisque c'est là le rôle de la politique monétaire, comme nous en avons discuté, l'économie canadienne fait face à de nombreux vents contraires provenant du reste du monde. C'est tout un défi que d'encourager les entreprises à investir. Des pressions sont exercées sur la monnaie. Il y a diverses raisons qui expliquent pourquoi il est avantageux d'avoir une politique monétaire très accommodante. C'est ce dont s'est doté le Canada, une politique monétaire très accommodante qui cadre avec l'atteinte de cette cible d'inflation de 2 p. 100.

L'un des effets secondaires connus du maintien à un niveau bas des taux d'intérêt pour une certaine période, c'est la création de déséquilibres budgétaires dans divers secteurs de l'économie. Il est question, à juste titre, du secteur des ménages. C'est là l'un des effets secondaires connus.

Nous avons plusieurs lignes de défense pour nous protéger contre ces risques. La première, c'est la responsabilité des particuliers de veiller à bien comprendre le risque — comme nous en discutons avec le sénateur Smith —, la responsabilité des institutions financières en matière de pratiques de prêts, et la réglementation du BSIF à l'égard du capital requis et des normes de souscription. On mesure ensuite ce qu'on appelle les « mesures macro prudentielles » prises par le gouvernement du Canada; en l'espèce, le resserrement à quatre reprises des règles régissant l'assurance-hypothèque de la SCHL. Il s'agit là d'autres façons ciblées de réduire le risque dont vous parlez. Idéalement, la politique monétaire doit jouer un rôle complémentaire, c'est-à-dire qu'elle ne doit pas attirer l'économie dans une direction différente.

Dans notre régime flexible de ciblage de l'inflation, la politique monétaire serait un dernier recours, à l'appui des autres mesures, au besoin. Comme M. Macklem l'a fait remarquer, nous recevons des signaux mixtes en ce qui concerne l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages. Nous avons observé un ralentissement non négligeable de la croissance de l'endettement, qui selon nous se poursuit. Certains segments du marché du logement semblent s'ajuster. Le marché des condominiums est encore en effervescence, mais les autres marchés s'ajustent.

Nous continuons, comme tant d'autres, à surveiller avec vigilance la situation, et nous réagirons en conséquence.

[Translation]

Senator Bellemare: Good afternoon, Mr. Governor, my questions deal with the forecasted growth rates for potential production. In 2015, we are told that we will get a potential production of 2.1 per cent. And on page 29, in table 24, we see that unemployment rates remain fairly high in Canada.

Perhaps we have become accustomed to living with such levels. In the United States, people would be highly critical of a labour market with levels of unemployment like that. If we reached the production potential — and I gather we are not far from doing so — what would the unemployment level be according to the assumptions for the growth of potential production?

Mr. Carney: Thank you for your question. I apologize for the answer I am going to give you. The bank does not actually provide a specific forecast of the national rate of unemployment. Naturally, the unemployment rate will go down somewhat with the expected rate of potential growth for the economy by the end of 2013.

I can state that there is still an excess supply in Canada's labour market. The employment to population ratio that we observe is probably two percentage points lower than it was before the recession. There is still some latitude in the labour market; when the potential level is reached, the unemployment rate will go down, but I cannot give you an exact number.

Mr. Macklem: On page 25, you see the trend labour input growth, which reflects several aspects of the state of the labour market, such as the employment rate, the percentage of active workers in the population and the number of hours worked. Estimates of future growth rates are shown and they take all those labour factors into account.

Senator Bellemare: If I understand correctly, there is still some latitude for the unemployment rate as you said, meaning that it will remain relatively high. Especially since it may vary from one province to another.

Mr. Carney: It is possible that the unemployment rate will remain higher than it was before the recession. There are several reasons for that, but one of them is the adjustment of the economy within sectors. People will have to learn new skills and acquire new talents, and that will require time. This partly explains the longer periods of unemployment we are seeing currently in Canada, much longer than in the United States, unfortunately.

Senator Bellemare: My second question pertains to your conclusions regarding the future risk of inflation where you say that things are quite balanced, that the risk of upward or downward inflation is balanced. Do you have any fears in that area? It has not been written down. Could you elaborate further? Do you have any concerns about cost-related inflation? Here we are more concerned about demand-related inflation, such as we experienced during the oil price shocks of the 1970s.

[Français]

Le sénateur Bellemare : Bonjour, monsieur le gouverneur, mes questions portent sur les prévisions de taux de croissance de la production potentielle. En 2015, on nous annonce une production potentielle de 2,1 p. 100. Et à la page 29, au graphique 24, on voit que les taux de chômage demeurent relativement élevés au Canada.

Peut-être sommes-nous habitués de vivre avec de tels taux. Aux États-Unis, les gens seraient très critiques du marché du travail avec de tels taux de chômage. Si on atteignait le potentiel de production — et je comprends que nous ne sommes pas loin du potentiel de production —, quel serait le taux de chômage dans les hypothèses liées à la croissance de production potentielle?

M. Carney : Je vous remercie pour votre question. Je m'excuse pour la réponse que je vais vous donner. En fait, la banque ne fournit pas une prévision exacte du taux de chômage à l'échelle nationale. Bien sûr, le taux de chômage va diminuer quelque peu avec l'atteinte du taux de croissance potentiel de l'économie vers la fin 2013.

Je peux affirmer qu'au Canada il existe encore une offre excédentaire dans le marché du travail. On peut observer un ratio d'emploi par rapport à la population canadienne qui est probablement de deux points de pourcentage en-deçà du ratio d'avant la récession. Il y a encore de la latitude dans le marché du travail et avec l'atteinte du niveau potentiel, il y aura réduction du taux de chômage, mais je ne peux pas vous donner de taux exact.

M. Macklem : Ce que l'on publie à la page 25, c'est la croissance tendancielle du facteur travail qui reflète plusieurs aspects de la santé du marché du travail, soit le ratio d'emploi, le taux de participation dans la population et les heures travaillées. On publie des estimations du taux de croissance pour le futur qui tiennent compte de tous les facteurs de main-d'œuvre.

Le sénateur Bellemare : Si je comprends bien, pour le taux de chômage, il y a encore de la latitude comme vous dites, de telle sorte qu'il va demeurer relativement élevé. Surtout qu'il peut varier d'une province à l'autre.

M. Carney : Il y a la possibilité que le taux de chômage demeure plus élevé qu'avant la récession. Il y a plusieurs raisons, mais une de ces raisons, c'est l'ajustement de l'économie par rapport à un secteur et un autre. Il y a la nécessité d'apprendre de nouveaux talents, de nouvelles compétences de la part des individus et cela demande du temps. C'est l'une des raisons pour laquelle la durée de la période de chômage plus longue maintenant au Canada et beaucoup plus longue qu'aux États-Unis, malheureusement.

Le sénateur Bellemare : Ma deuxième question traite de vos conclusions quant aux risques d'inflation future où vous nous dites que c'est assez équilibré, les risques d'inflation à la hausse et à la baisse sont équilibrés. Est-ce que vous avez des craintes? Ce n'est pas écrit. Pouvez-vous élaborer à ce sujet? Avez-vous des craintes par rapport à une inflation par les coûts? Ici ce sont plutôt des craintes d'inflation liées à la demande. Comme on en a eu avec les chocs pétroliers des années 1970.

In the immediate or mid-term future, does your radar screen show the likelihood of an unpredictable spike in cost-related inflation? Now that our economy is strong but the unemployment rate is high, we may find ourselves reliving the disasters we experienced back in the 1980s.

Mr. Carney: There is always the possibility of a price shock for raw materials, of course. As far as the Canadian economy is concerned, some price shocks for raw materials are positive. The price of crude oil has risen dramatically. That has a positive impact on the income earned by Canadian companies and workers. That also has an impact on investment levels. But, as far as the Bank of Canada is concerned, the most important question is whether the shock is temporary or persistent.

If it is temporary, it is better to weather the shock. If we react immediately, if we adjust the key lending rate very quickly and it has no immediate effect, the temporary shock then goes away. There is too much volatility. But if the shock is longer-lasting, the Bank of Canada will react.

Senator Bellemare: Thank you very much.

Mr. Macklem: I wanted to add that one strength of this system to target inflation is to be clear about our two per cent objective. Our ability to anticipate inflation is much better tied to targets than it used to be. The likelihood of a temporary spike in the cost of commodities or oil having an impact on other costs in the economy and on salaries, has been reduced significantly compared to when we had no clear target.

We are now observing that supply-related shocks are having significantly less of an impact on inflation than has been the case in past years.

Senator Bellemare: That is good!

[English]

Senator Stewart Olsen: I would like to go back to household debt briefly. The Canadian economy is doing very well through this global crisis and recovery time, but the one little cloud on the horizon that was raised was Canadian household debt. You are now saying that it is slowing and that things are looking good. However, you also identified the slowing as a probable risk. What is your balance point?

Mr. Carney: That is a very good question. As we said, we are seeing some mixed signals. There has been a deceleration of the rate of growth of household debt, but it is still growing faster than household incomes, 5.5 per cent, and most recent figures say household disposable income is going at 3.5 per cent, so there is still that increase overall in the debt burden across Canadians. We are seeing mixed signals in the housing market where resales are below their historic average but housing starts are still well above the rate of household formation. I believe 220,000 starts, roughly,

Dans le futur immédiat ou à moyen terme, dans votre radar, est-ce qu'il y a une probabilité selon laquelle il pourrait y avoir une hausse imprévisible de l'inflation liée par les coûts? Maintenant que notre économie est bonne mais que le taux de chômage est élevé, on risque de replonger dans les catastrophes qu'on a connues dans les années 1980.

M. Carney : Il existe toujours une possibilité d'un choc du prix des matières premières, bien sûr. Pour l'économie canadienne, il y a plusieurs chocs du prix des matières premières qui sont positifs. Il y a une forte augmentation du prix du pétrole brut. Cela a des effets positifs par rapport au niveau mesuré d'inflation. Il y a l'impact direct, mais également il y a un impact indirect qui influence le revenu des sociétés canadiennes et le revenu des travailleurs. Cela influe également sur le niveau d'investissement. Mais la question la plus importante à se poser pour la Banque du Canada est de savoir si ce choc est temporaire ou persistant.

Si c'est temporaire, il est préférable de passer à travers ce choc. Si on réagit immédiatement, si on ajuste le taux directeur très rapidement et ce, sans effet immédiat, par la suite le choc temporaire est terminé. Il y a trop de volatilités. Mais si le choc est plus persistant, la Banque du Canada va réagir.

Le sénateur Bellemare : Merci beaucoup.

M. Macklem : Je voulais ajouter qu'une force du système de cibler l'inflation est d'être clair dans notre objectif de 2 p. 100. Les anticipations de l'inflation sont beaucoup mieux ancrées aux cibles qu'auparavant. La possibilité qu'une augmentation temporaire des prix des produits de base ou des prix du pétrole va avoir un effet sur les autres prix dans l'économie, et les salaires sont de beaucoup diminués qu'avant d'avoir une cible claire.

Ce que l'on constate, c'est que les chocs d'offre ont beaucoup moins d'effets sur l'inflation maintenant que dans les années passées.

Le sénateur Bellemare : Tant mieux!

[Traduction]

Le sénateur Stewart Olsen : J'aimerais que nous revenions brièvement sur la question de l'endettement des ménages. L'économie canadienne se sort haut la main de la crise mondiale et de cette période de relance, mais l'endettement des ménages canadiens est une ombre au tableau. Vous dites maintenant que les choses ralentissent, ce qui se présente bien. Cependant, vous ajoutez que cela pourrait poser un risque. Quel est le juste milieu?

M. Carney : C'est une excellente question. Tel que nous l'avons indiqué précédemment, nous recevons des signaux mixtes. Le taux de croissance de l'endettement des ménages a diminué, mais il croît toujours plus rapidement que les revenus des ménages. Il s'établit à 5,5 p. 100, alors que les données plus récentes concernant le revenu disponible des ménages s'établissent à 3,5 p. 100 : on constate donc tout de même un accroissement général de l'endettement des Canadiens. On reçoit également des signaux mixtes du marché du logement, où les ventes sont en

was the most recent figure, whereas new household formation was around 190,000 new households, so we see some mixed signals there.

In terms of a balance point, there exists the prospect of an equilibration of the household debt burden over the course of the horizon. Our expectation is that it will balance out and stop growing by the end of the horizon. Assuming that is the case, households as a whole in Canada will be in a position where the actual debt service ratio of households is only marginally above its historic average. The actual cost of taking that household debt out is only marginally above. An important but still relatively modest proportion of households are in a challenging debt service position, that is, those who are spending more than 40 per cent of their income on debt service itself. Those are so-called vulnerable households. In that environment, we have reached a point where we have had an adjustment that is consistent with our economy growing ultimately to our rate of potential over the horizon and the household debt burden still being manageable.

The downside risk is that there is a much sharper adjustment in the housing market, the pace of accumulation of household debt associated with household consumption and economic growth, and that is reinforcing. We do not see that, but we do expect some adjustment. In the very short-term, given that the new standards of CMHC have come into place, and the government's measures and also the underwriting standards of OSFI have come into place roughly at the same time, we would expect to see some volatility in new mortgage underwriting given that whenever changes like this happen, often you have mortgages pulled forward before the changes come into effect, and then there is a bigger drop-off afterward. We will take a few months to look through the data to see how the things are, to use your term, balancing out.

The Chair: That completes round one. We now have three senators who would like to ask questions on the round two. These are the short, snappy questions, starting with Senator Massicotte.

[Translation]

Senator Massicotte: My question pertains to the same topic and I would like to give the Governor a chance to respond to an issue raised this morning in the newspapers, and on CBC, regarding mortgage debt. According to them, you somewhat overstate the risk of personal indebtedness to the economy.

According to their analysis, the disposable income in Canada, as a percentage, includes all health costs. By comparison, that is not the case in the United States. They, along with a number of senators, comment that the quality of the debt and the percentage of indebtedness are much less, and that a large number of Canadians have already locked in their interest rates. We will not talk about personal risks because that subject is too specialized,

deçà de leur moyenne historique, mais où les mises en chantier sont encore bien au-delà du taux de formation des ménages. Je crois qu'on a récemment recensé environ 220 000 mises en chantier, alors que l'on compte 190 000 nouveaux ménages : les signes sont donc contradictoires.

Quant au juste milieu, il est possible que le fardeau de la dette des ménages s'équilibre au cours de la période de projection. Nous pensons qu'il cessera de croître d'ici la fin de l'horizon prévisionnel. Si c'est le cas, le ratio du service de la dette des ménages canadiens ne sera que très légèrement au-dessus de la moyenne historique. Le coût de la dette des ménages n'est que légèrement supérieur. Une proportion importante mais tout de même relativement modeste des ménages a un ratio du service de la dette inquiétant, soit ceux qui dépensent plus de 40 p. 100 de leurs revenus au service de leur dette. On les appelle les ménages vulnérables. Dans cette conjoncture, un rajustement a été fait qui permet à notre économie de croître au taux projeté au cours de la période de projection, tout en maintenant le fardeau de la dette des ménages à un niveau acceptable.

Le risque, c'est qu'il y ait un ajustement marqué dans le marché du logement, le rythme d'accumulation des dettes des ménages associé à la consommation et la croissance économique, qui se renforcent mutuellement. On ne l'a pas observé, mais on s'attend à un ajustement. À très court terme, étant donné que les nouvelles normes de la SCHL, les mesures du gouvernement et les normes de souscription du BSIF sont entrées en vigueur presque simultanément, nous prévoyons une certaine volatilité dans la souscription de nouveaux prêts hypothécaires. En effet, lorsque des changements de ce genre se produisent, on constate souvent une augmentation des hypothèques avant que les changements n'entrent en vigueur, puis une baisse plus marquée par la suite. Il nous faudra quelques mois pour étudier les données et voir si, comme vous le dites, il y a un rééquilibrage.

Le président : Voilà qui met fin à la première série de questions. Trois sénateurs voudraient poser des questions lors de la deuxième série, des questions brèves et bien envoyées. On commence avec le sénateur Massicotte.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Sur le même sujet et pour donner au gouverneur la chance de répliquer, ce matin dans les journaux, on parlait de la dette hypothécaire à la CBC. Leur opinion est que vous exagérez un peu trop les risques dans l'économie de l'influence des dettes personnelles.

Ils font l'analyse que si l'on compare le revenu disponible au Canada, en termes de pourcentages, tous les coûts de santé sont inclus. Aux États-Unis, ce n'est pas le cas. Ils font le commentaire, comme plusieurs sénateurs, que la qualité de la dette et le pourcentage de l'endettement est beaucoup moindre, et qu'un grand nombre de Canadiens ont déjà fixé leur taux d'intérêt. Ne parlons pas des risques personnels car le sujet est trop particulier,

but the risks for the economy are perhaps not as great as what you and the government are claiming. I would like to give you an opportunity to respond to the comments made by those esteemed economists.

Mr. Carney: Fair enough. We are always receptive to comments from other economists and particularly by Canadians.

When the bank analyzes Canadian household debt, it uses a great deal of data. The analysis has several components. There is more than one ratio used. It is useful to base yourself on only one ratio in order to compare yourself to the Americans — or the English, who are in the same situation as the Canadians. In England and in Canada, there is no tax advantage in holding a mortgage. We do a great deal of detailed analyses in our reports on the financial system. These analyses use microdata, real measurements based on tens of thousands of Canadian households, their debt, their income and obligations. We do stress tests with the data.

There clearly is a problem, even with respect to the level or ratio of fixed indebtedness. There is a problem if the unemployment rate goes up. We quickly find ourselves in a situation where one out of 10 Canadian households has a problem or is vulnerable. We primarily use data provided by the CMHC. We do stress tests with the OSFI, we stress test the banks with the OSFI and we do many other analyses. We do not just do one graph.

[English]

Senator Ringuette: Last April, I asked you how much we had in the foreign exchange reserve and you said \$60 billion, which was twice as much as 10 years before. Is it still at \$60 billion? How does Canada have \$60 billion, while the United States has \$20 billion and seems to be content with that?

Mr. Carney: Do you want to answer that, Mr. Macklem?

Mr. Macklem: I missed the last part of the question.

Mr. Carney: Why are we content with —

Senator Ringuette: The first question is: Do we still have \$60 billion?

Mr. Carney: I do not know the precise figure off the top of my head.

Senator Ringuette: Roughly?

Mr. Carney: We are in that order of magnitude.

The way Canada runs its foreign reserves, which are not on the balance sheet, we are the agent for the government.

Senator Ringuette: I know. I asked Minister Flaherty the same question. He referred the question to you, and you referred the question to him. It is hard to get an answer.

mais les risques pour l'économie sont peut-être moindres que ce que vous et le gouvernement prétendez. Je vous donne l'occasion de répliquer aux commentaires de ces économistes réputés.

M. Carney : C'est de bonne guerre. Nous accueillons toujours les commentaires d'autres économistes et surtout des Canadiens.

Quand la banque analyse la situation pour ce qui est de l'endettement des ménages canadiens, elle utilise beaucoup de données. Cette analyse comporte plusieurs aspects. Il existe plus d'un ratio. Il est utile de se baser sur un seul ratio pour se comparer aux Américains — ou aux Anglais, qui sont dans la même situation que les Canadiens. Il n'y a pas davantage d'impôt en Angleterre qu'au Canada avec la dette hypothécaire. Nous faisons beaucoup d'analyses détaillées dans nos rapports sur le système financier. Ces analyses utilisent des microdonnées, c'est-à-dire de vraies mesures basées sur des dizaines de milliers de ménages canadiens, leurs dettes, leur revenu et obligations. Nous faisons des *stress test* avec ces données.

Il est clair qu'il y a un problème, même avec le niveau ou le ratio d'endettement fixé. Il y a un problème dans le cas d'une augmentation du taux de chômage. On arrive assez rapidement à une situation où un ménage canadien sur 10 a un problème ou se trouve dans une situation de vulnérabilité. Nous utilisons surtout les données de la SCHL. Nous faisons des *stress tests* avec le BSIF, nous faisons des *stress tests* des banques avec le BSIF et beaucoup d'analyses. Il ne s'agit pas simplement d'un graphique.

[Traduction]

Le sénateur Ringuette : En avril dernier, je vous ai demandé à combien s'élevait la réserve de change, et vous m'avez dit 60 milliards de dollars, soit deux fois plus qu'il y a 10 ans. Ce chiffre a-t-il changé? Comment se fait-il que le Canada ait 60 milliards de dollars, alors que les États-Unis en ont 20 milliards et que cela semble leur suffire?

M. Carney : Voudriez-vous répondre, monsieur Macklem?

M. Macklem : J'ai raté la première partie de la question.

M. Carney : Pourquoi sommes-nous satisfaits d'avoir...

Senator Ringuette : La première question est la suivante : avons-nous toujours 60 milliards de dollars?

M. Carney : Je n'ai pas le chiffre exact en tête.

Le sénateur Ringuette : Approximativement?

M. Carney : C'est de cet ordre de grandeur.

En ce qui concerne la gestion des réserves de devises, qui ne figure pas dans le bilan, nous sommes l'agent du gouvernement.

Le sénateur Ringuette : Je sais. J'ai posé la même question au ministre Flaherty. Il m'a recommandé de m'adresser à vous, et vous lui relancez la balle. Il est difficile d'obtenir une réponse.

Mr. Carney: I will give you an answer. The first thing that senators should know is that the way the Government of Canada funds those reserves, it earns a small so-called “cost of carry” on those reserves. It borrows funds that are cheaper than the reserves it invests in. The government makes money on that \$60 billion. That is the first point, and it is a relevant point.

Second, why do countries hold reserves? Traditionally, you hold them for prudence reasons. If you were the reserve currency, which the United States is, you would not have that issue of having a shortfall of foreign exchange because you are the *numéraire* of all foreign exchange. The United States is unique in not needing to have reserves.

That said, our proportion of foreign reserves, based on traditional metrics of foreign trade and of capital flows relative to the size of the monetary base in Canada, is actually quite small relative to history and to some other countries. This is because we have an open capital market with a free flow of capital and money markets in both directions and because we do not use these reserves, except in exceptional circumstances, to intervene in the market. In fact, the reserves are seen as part of a much broader liquidity plan for the Government of Canada to ensure that it has a variety of sources of liquidity for any possible eventuality. One thinks of market outages, natural disasters and financial crises. The government has a sophisticated liquidity plan, which includes foreign exchange reserves, assets on the balance sheet of the Bank of Canada and liquidity in a range of financial institutions to ensure that it can meet its obligations in a timely fashion.

Senator Moore: In their book *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Milton Friedman and Anna Jacobson-Schwartz — you probably had that textbook at Oxford, governor — cited a study done by the Chicago Federal Reserve in 1944, coming out of the Great Depression. The study was to find out, as far as possible, whether and to what extent the small volume of bank loans was due to the desire of banks to retain or attain liquidity, the attitude of the examining officials or the unwillingness of businessmen to assume the risk of borrowing to maintain or expand their operations. The authors conclude that there exists a genuine, unsatisfied demand for credit on the part of solvent borrowers, many of whom could make economic, sound use of working capital. One of the most serious aspects of this unsatisfied demand is the pressure for liquidation of old working capital loans, even sound ones, and this pressure is partly due to a determination on the part of bankers to avoid the recurrence of the errors to which they attribute much of the responsibility —

The Chair: Senator Moore, the question please?

M. Carney : Voici une réponse. Tout d’abord, sachez que pour financer ces réserves, le gouvernement du Canada obtient ce qu’on appelle un faible « coût de détention ». Il emprunte des fonds à un coût moindre que les réserves dans lesquelles il investit. Le gouvernement fait de l’argent sur ces 60 milliards de dollars. C’est le premier point, et il est important.

Deuxièmement, pourquoi les pays détiennent-ils des réserves? Traditionnellement, il s’agit d’une pratique prudente. Si vous étiez la monnaie de réserve, comme le sont les États-Unis, vous n’auriez pas ce problème d’une insuffisance du change puisque vous êtes le numéraire de toutes les devises. Les États-Unis sont les seuls à ne pas avoir besoin de détenir de réserve.

Cela étant dit, notre proportion de réserve étrangère, fondée sur la matrice traditionnelle du commerce extérieur et du flux de capitaux en fonction de la taille de la base monétaire au Canada, s’avère en fait plutôt petite dans le contexte historique et par rapport à d’autres pays. C’est parce que nous avons un marché libre des capitaux avec une circulation libre des marchés financier et monétaire dans les deux sens, et que nous n’utilisons pas ces réserves, sauf dans des circonstances exceptionnelles, pour intervenir dans le marché. De fait, les réserves sont perçues comme faisant partie d’un plan de liquidités beaucoup plus vaste pour le gouvernement canadien afin d’assurer qu’il dispose d’un éventail de sources de liquidités pour toute éventualité. Une interruption du marché, les catastrophes naturelles et les crises financières en sont quelques exemples. Le gouvernement a élaboré un plan de liquidités sophistiqué, qui comprend des réserves de devises étrangères, des actifs au bilan de la Banque du Canada et de la liquidité dans une multitude d’institutions financières afin de veiller à ce qu’il puisse respecter ses obligations de façon opportune.

Le sénateur Moore : Dans leur livre *A Monetary History of the United States 1867 to 1960*, que vous avez sans doute eu comme manuel lors de vos études à Oxford, monsieur le gouverneur, Milton Friedman et Anna Jacobson Schwartz ont cité une étude effectuée par la Chicago Federal Reserve en 1944, suite à la Grande Dépression. L’étude visait à découvrir, dans la mesure du possible, si les nombres peu élevés de prêts bancaires étaient attribuables au désir de retenir ou d’atteindre la liquidité de la part des banques, à l’attitude des fonctionnaires chargés d’examiner la situation, ou à la réticence des gens d’affaires d’assumer les risques d’emprunter pour maintenir ou étendre leurs activités. Selon les auteurs, il existe véritablement une demande non satisfaite de crédit chez les emprunteurs solvables, dont bon nombre auraient pu faire une bonne utilisation économique des fonds de roulement. L’un des aspects les plus graves de ces demandes non satisfaites était la pression de liquider les vieux prêts de fonds de roulement, même les dossiers sains, et cette pression était exercée en partie par des banquiers déterminés à éviter une répétition des erreurs auxquelles ils attribuaient une bonne partie de la responsabilité...

Le président : Sénateur Moore, avez-vous une question, s’il vous plaît?

Senator Moore: The question is related to your comments with regard to the \$250 billion in dead cash, the hoarding of money and the fact that you can lead a horse to water but cannot make it drink. Is this some of the frustration? Is history repeating itself here?

Mr. Carney: I think the difference is that in this decade in Canada, as opposed to the United States in the 1930s, businesses are readily able to access capital from the financial sector if they have uses for it.

I will finish with this. One of our messages to business is that if one of the reasons business is not investing in Canada is because they are worried that we could have a dramatic event from offshore that affects the Canadian economy and the Canadian financial system, it is our responsibility, alongside OSFI and the Government of Canada, to ensure that the strongest financial sector in the world is there in difficult times as well as in good times. Given the amount of capital and liquidity that the system has built up in recent years and the strong starting point that they had, that is a reasonable expectation. Business can rely on this financial system, borrow from this system and invest in productive projects if they have them.

The Chair: I think the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce's record will show that you very successfully answered a question out of a 1944 publication.

Senator Moore, we appreciate your bringing that to the attention of the committee.

Governor Carney and Senior Deputy Governor Macklem, on behalf of all members of the committee, this has been a most informative presentation, as always. We thank you for appearing before us.

(The committee adjourned.)

Le sénateur Moore : La question porte sur vos commentaires au sujet des 250 milliards de dollars en argent improductif, l'accaparement de l'argent et le fait que vous pouvez toujours amener le cheval à la rivière, mais ce n'est pas vous qui le ferez boire. Est-ce que cela fait partie de la frustration? Est-ce que l'histoire se répète dans ce cas-ci?

M Carney : D'après moi, la différence ici, c'est qu'au Canada pendant l'actuelle décennie, contrairement à la situation des États-Unis pendant les années 1930, les entreprises ont facilement accès au capital du secteur financier s'ils en ont besoin.

Je terminerai en disant ceci. Un des messages que nous souhaitons communiquer au secteur des affaires serait que si les entreprises ne souhaitent pas investir au Canada en partie parce qu'elles craignent qu'un événement dramatique à l'étranger puisse nuire à l'économie canadienne et au système financier canadien, c'est notre devoir, de concert avec le BSIF et le gouvernement canadien, d'assurer que le secteur financier le plus vigoureux du monde est en place tant pendant les périodes difficiles que les bonnes périodes. Compte tenu du capital et des liquidités que le système a accumulés pendant les dernières années, et le bon point de départ dont il jouissait, cette attente est raisonnable. Le secteur des affaires peut compter sur le système financier, en emprunter de l'argent, et investir dans des projets productifs s'il en a.

Le président : D'après moi, le compte rendu du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce démontrera que vous avez très bien réussi à répondre à cette question provenant d'une publication de 1944.

Sénateur Moore, nous apprécions que vous ayez souligné cette question pour le comité.

Gouverneur Carney et premier sous-gouverneur Macklem, de la part de tous les membres de notre comité, votre exposé a été des plus intéressants, comme toujours. Nous vous remercions d'être venus témoigner.

(La séance est levée.)

WITNESSES

Wednesday, October 31, 2012

Bank of Canada:

Mark J. Carney, Governor;

Tiff Macklem, Senior Deputy Governor.

TÉMOINS

Le mercredi 31 octobre 2012

Banque du Canada :

Mark J. Carney, gouverneur;

Tiff Macklem, premier sous-gouverneur.