SENATE SÉNAT

CANADA

First Session
Forty-second Parliament, 2015-16

Proceedings of the Standing Senate Committee on

BANKING, TRADE AND COMMERCE

Chair:
The Honourable DAVID TKACHUK

Thursday, December 10, 2015
Wednesday, January 27, 2016 (in camera)
Wednesday, February 3, 2016
Thursday, February 4, 2016

Issue No. 1

Organization meeting

and

Consideration of a draft agenda (future business)

First and second meetings:

Study on the present state of the domestic and international financial system

INCLUDING:
THE FIRST REPORT OF THE COMMITTEE
(Rule 12-26(2) — Expenses incurred by the committee during the Second Session of the Forty-first Parliament)

WITNESSES:
(*See back cover*)

Première session de la
quarante-deuxième législature, 2015-2016

Délibérations du Comité sénatorial permanent des

BANQUES ET DU COMMERCE

Président :
L'honorable DAVID TKACHUK

Le jeudi 10 décembre 2015
Le mercredi 27 janvier 2016 (à huis clos)
Le mercredi 3 février 2016
Le jeudi 4 février 2016

Fascicule nº 1

Réunion d'organisation

et

Étude d'un projet d'ordre du jour (travaux futurs)

Première et deuxième réunions :

Étude sur la situation actuelle du régime financier canadien et international

Y COMPRIS :
LE PREMIER RAPPORT DU COMITÉ
(Article 12-26(2) du Règlement — Dépenses encourues par le comité au cours de la deuxième session de la quarante et unième législature)

TÉMOINS :
(*Voir à l'endos*)

52305-52332-52354-52358

STANDING SENATE COMMITTEE ON BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable David Tkachuk, *Chair*

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

and

The Honourable Senators:

Bellemare	Maltais
Black	Massicotte
Campbell	Ringuette
* Carignan, P.C. (or Martin)	Smith (*Saurel*)
Gerstein	Tannas
Greene	

*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 Smith (*Saurel*) replaced the Honourable Senator Marshall (*January 28, 2016*).

The Honourable Senator Marshall replaced the Honourable Senator Smith (*Saurel*) (*January 26, 2016*).

COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE

Président : L'honorable David Tkachuk

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

et

Les honorables sénateurs :

Bellemare	Maltais
Black	Massicotte
Campbell	Ringuette
* Carignan, C.P. (ou Martin)	Smith (*Saurel*)
Gerstein	Tannas
Greene	

* 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 Smith (*Saurel*) a remplacé l'honorable sénatrice Marshall (*le 28 janvier 2016*).

L'honorable sénatrice Marshall a remplacé l'honorable sénateur Smith (*Saurel*) (*le 26 janvier 2016*).

Published by the Senate of Canada
Available on the Internet: http://www.parl.gc.ca

Publié par le Sénat du Canada
Disponible sur internet: http://www.parl.gc.ca

ORDER OF REFERENCE

Extract from the *Journals of the Senate*, Wednesday, January 27, 2016:

The Honourable Senator Tkachuk moved, seconded by the Honourable Senator Andreychuk:

That the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce be authorized to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system; and

That the committee submit its final report no later than December 31, 2017, and that the committee retain all powers necessary to publicize its findings until 180 days after the tabling of the final report.

After debate,

The question being put on the motion, it was adopted.

ORDRE DE RENVOI

Extrait des *Journaux du Sénat* du mercredi 27 janvier 2016 :

L'honorable sénateur Tkachuk propose, appuyé par l'honorable sénatrice Andreychuk,

Que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce soit autorisé à examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international;

Que le comité soumette son rapport final au Sénat au plus tard le 31 décembre 2017 et qu'il conserve tous les pouvoirs nécessaires pour diffuser ses conclusions dans les 180 jours suivant le dépôt du rapport final.

Après débat,

La motion, mise aux voix, est adoptée.

Le greffier du Sénat,

Charles Robert

Clerk of the Senate

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Thursday, December 10, 2015
(1)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 6:38 p.m., in room 356-S, Centre Block, for the purpose of holding its organization meeting, pursuant to rule 12-13.

Members of the committee present: The Honourable Senators Bellemare, Greene, Hervieux-Payette, P.C., Maltais, Massicotte, Smith (*Saurel*), Tannas and Tkachuk (8).

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 rule 12-13, the clerk presided over the election of the chair.

The Honourable Senator Maltais moved:

> That the Honourable Senator Tkachuk do take the chair of this committee.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Tkachuk assumed the chair.

The Honourable Senator Tannas moved:

> That the Honourable Senator Hervieux-Payette, P.C., be deputy chair of this committee.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Tannas moved:

> That the Subcommittee on Agenda and Procedure be composed of the chair, the deputy chair, and Senator Black; and
>
> That the subcommittee be empowered to make decisions on behalf of the committee with respect to its agenda, to invite witnesses, and to schedule hearings.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Greene moved:

> That the committee publish its proceedings.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Smith (*Saurel*) moved:

> That, pursuant to rule 12-17, the chair be authorized to hold meetings, to receive and authorize the publication of the evidence when a quorum is not present, provided that a member of the committee from both the opposition and the Senate Liberals be present.

The question being put on the motion, it was adopted.

PROCÈS-VERBAUX

OTTAWA, le jeudi 10 décembre 2015
(1)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 18 h 38, dans la pièce 356-S de l'édifice du Centre, pour tenir sa séance d'organisation, conformément à l'article 12-13 du Règlement.

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Bellemare, Greene, Hervieux-Payette, C.P., Maltais, Massicotte, Smith (*Saurel*), Tannas et Tkachuk (8).

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'article 12-13 du Règlement, la greffière du comité préside à l'élection à la présidence.

L'honorable sénateur Maltais propose :

> Que l'honorable sénateur Tkachuk soit élu président du comité.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Tkachuk occupe le fauteuil.

L'honorable sénateur Tannas propose :

> Que l'honorable sénatrice Hervieux-Payette, C.P., soit élue vice-présidente du comité.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Tannas propose :

> Que le Sous-comité du programme et de la procédure soit composé du président, de la vice-présidente et du sénateur Black; et
>
> Que le sous-comité soit autorisé à prendre des décisions au nom du comité relativement au programme, à inviter les témoins et à établir l'horaire des audiences.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Greene propose :

> Que le comité fasse publier ses délibérations.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Smith (*Saurel*) propose :

> Que, conformément à l'article 12-17 du Règlement, la présidence soit autorisée à tenir des réunions pour entendre des témoignages et à en permettre la publication en l'absence de quorum, pourvu qu'un membre du comité représentant les libéraux et un membre du comité représentant l'opposition soient présents.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

The Honourable Senator Tannas moved:

That the committee ask the Library of Parliament to assign analysts to the committee;

That the chair be authorized to seek authority from the Senate to engage the services of such counsel and technical, clerical, and other personnel as may be necessary for the purpose of the committee's examination and consideration of such bills, subject-matters of bills, and estimates as are referred to it;

That the Subcommittee on Agenda and Procedure be authorized to retain the services of such experts as may be required by the work of the committee; and

That the chair, on behalf of the committee, direct the research staff in the preparation of studies, analyses, summaries, and draft reports.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Smith (*Saurel*) moved:

That, pursuant to section 7, chapter 3:06 of the *Senate Administrative Rules*, authority to commit funds be conferred individually on the chair, the deputy chair, and the clerk of the committee;

That, pursuant to section 8, chapter 3:06 of the *Senate Administrative Rules*, authority for certifying accounts payable by the committee be conferred individually on the chair, the deputy chair, and the clerk of the committee; and

That, notwithstanding the foregoing, in cases related to consultants and personnel services, the authority to commit funds and certify accounts be conferred jointly on the chair and deputy chair.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Greene moved:

That the committee empower the Subcommittee on Agenda and Procedure to designate, as required, one or more members of the committee and/or such staff as may be necessary to travel on assignment on behalf of the committee.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Massicotte moved:

That the Subcommittee on Agenda and Procedure be authorized to:

1) determine whether any member of the committee is on "official business" for the purposes of paragraph 8(3)(a) of the Senators Attendance Policy, published in the *Journals of the Senate* on Wednesday, June 3, 1998; and

L'honorable sénateur Tannas propose :

Que le comité demande à la Bibliothèque du Parlement d'affecter des analystes au comité;

Que la présidence soit autorisée à demander au Sénat la permission de retenir les services de conseillers juridiques, de personnel technique, d'employés de bureau et d'autres personnes au besoin, pour aider le comité à examiner les projets de loi, la teneur de ces derniers et les prévisions budgétaires qui lui sont renvoyés;

Que le Sous-comité du programme et de la procédure soit autorisé à faire appel aux services d'experts-conseils dont le comité peut avoir besoin dans le cadre de ses travaux; et

Que la présidence, au nom du comité, dirige le personnel de recherche dans la préparation d'études, d'analyses, de résumés et de projets de rapport.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Smith (*Saurel*) propose :

Que, conformément à l'article 7, chapitre 3:06 du *Règlement administratif du Sénat*, l'autorisation d'engager les fonds du comité soit accordée individuellement au président, à la vice-présidente et à la greffière du comité;

Que, conformément à l'article 8, chapitre 3:06 du *Règlement administratif du Sénat*, l'autorisation d'approuver les comptes à payer au nom du comité soit accordée individuellement au président, à la vice-présidente et à la greffière du comité; et

Que, nonobstant ce qui précède, lorsqu'il s'agit de services de consultants et de personnel, l'autorisation d'engager des fonds et d'approuver les comptes à payer soit accordée conjointement au président et à la vice-présidente.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Greene propose :

Que le comité autorise le Sous-comité du programme et de la procédure à désigner, au besoin, un ou plusieurs membres du comité, de même que le personnel nécessaire, qui se déplaceront au nom du comité.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Massicotte propose :

Que le Sous-comité du programme et de la procédure soit autorisé à :

1) déterminer si un membre du comité remplit un « engagement officiel » au sens de l'alinéa 8(3)a) de la politique relative à la présence des sénateurs, publiée dans les *Journaux du Sénat* du mercredi 3 juin 1998; et

2) consider any member of the committee to be on "official business" if that member is:

(*a*) attending an event or meeting related to the work of the committee; or

(*b*) making a presentation related to the work of the committee; and

That the subcommittee report at the earliest opportunity any decisions taken with respect to the designation of members of the committee travelling on committee business.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Hervieux-Payette, P.C., moved:

That, pursuant to the Senate guidelines for witness expenses, the committee may reimburse reasonable travelling and living expenses for one witness from any one organization and payment will take place upon application, but that the chair be authorized to approve expenses for a second witness should there be exceptional circumstances.

The question being put on the motion, it was adopted.

The Honourable Senator Massicotte moved:

That the Subcommittee on Agenda and Procedure be empowered to allow coverage by electronic media of the committee's public proceedings with the least possible disruption of its hearings at its discretion.

The question being put on the motion, it was adopted.

At 6:47 p.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

2) considérer qu'un membre du comité remplit un « engagement officiel » si ce membre :

a) assiste à une activité ou à une réunion se rapportant aux travaux du comité; ou

b) fait un exposé ayant trait aux travaux du comité; et

Que le sous-comité fasse rapport, à la première occasion, de ses décisions relatives aux membres du comité qui voyagent pour les affaires du comité.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénatrice Hervieux-Payette, C.P., propose :

Que, conformément aux lignes directrices du Sénat concernant les frais de déplacement des témoins, le comité puisse rembourser les dépenses raisonnables de voyage et d'hébergement à un témoin par organisme, après qu'une demande de remboursement aura été présentée, mais que la présidence soit autorisée à permettre le remboursement de dépenses pour un deuxième témoin du même organisme s'il y a circonstances exceptionnelles.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

L'honorable sénateur Massicotte propose :

Que le Sous-comité du programme et de la procédure soit autorisé à permettre la diffusion des délibérations publiques du comité par les médias d'information électroniques à sa discrétion, mais de manière à déranger le moins possible les travaux.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

À 18 h 47, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, Wednesday, January 27, 2016
(2)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met in camera this day at 5:14 p.m., in room 505, Victoria Building, the chair, the Honourable David Tkachuk, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Bellemare, Black, Campbell, Gerstein, Greene, Hervieux-Payette, P.C., Maltais, Marshall, Massicotte, Ringuette, Tannas and Tkachuk (12).

In attendance: Brett Stuckey and Dylan Gowans, Analysts, Parliamentary Information and Research Services, Library of Parliament.

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

OTTAWA, le mercredi 27 janvier 2016
(2)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à huis clos, à 17 h 14, dans la pièce 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable David Tkachuk (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Bellemare, Black, Campbell, Gerstein, Greene, Hervieux-Payette, C.P., Maltais, Marshall, Massicotte, Ringuette, Tannas et Tkachuk (12).

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

Conformément à l'alinéa 12-16(1)d) du Règlement, le comité examine une ébauche de rapport.

It was agreed that each committee member be allowed to have one staff person present at in camera meetings, unless there is a decision for a particular meeting to exclude all staff.

It was agreed that any changes to the Subcommittee on Agenda and Procedure be done after the usual consultation.

It was agreed that the committee adopt the draft first report, prepared in accordance with rule 12-26(2).

At 6:05 p.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

Il est convenu que chaque membre du comité puisse être accompagné d'un collaborateur aux séances à huis clos, à moins qu'il ait été décidé d'exclure tout le personnel d'une réunion en particulier.

Il est convenu que toute modification au Sous-comité du programme et de la procédure soit apportée après les consultations habituelles.

Il est convenu que le comité adopte l'ébauche du premier rapport, rédigé conformément à 'article 12-26(2) du Règlement.

À 18 h 5, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, Wednesday, February 3, 2016
(3)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:19 p.m., in room 9, Victoria Building, the chair, the Honourable David Tkachuk, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Bellemare, Black, Campbell, Greene, Maltais, Massicotte, Ringuette, Smith (*Saurel*), Tannas and Tkachuk (10).

In attendance: Brett Stuckey and Dylan Gowans, Analysts, Parliamentary Information and Research Services, Library of Parliament.

Also present: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the order of reference adopted by the Senate on Wednesday, January 27, 2016, the committee began its study on the present state of the domestic and international financial system. (topic: The causes and effects of the recent decline in the Canadian dollar exchange rate)

WITNESSES:

Finance Canada:

Phil King, Director, Economic Analysis and Forecasting, Economic and Fiscal Policy Branch.

Bank of Canada:

Stephen Murchison, Advisor to the Governor.

Export Development Canada:

Peter Hall, Vice-President and Chief Economist.

The chair made a statement.

Mr. King, Mr. Murchison and Mr. Hall made statements and answered questions.

At 6:13 p.m., the committee suspended.

OTTAWA, le mercredi 3 février 2016
(3)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 19, dans la pièce 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable David Tkachuk (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Bellemare, Black, Campbell, Greene, Maltais, Massicotte, Ringuette, Smith (*Saurel*), Tannas et Tkachuk (10).

Également présents : Brett Stuckey et Dylan Gowans, 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 mercredi 27 janvier 2016, le comité entreprend son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (sujet : les causes et les effets de la baisse récente du taux de change du dollar canadien)

TÉMOINS :

Finances Canada :

Phil King, directeur, Analyse et prévisions économiques, Direction des politiques économique et budgétaire.

Banque du Canada :

Stephen Murchison, conseiller du gouverneur.

Exportation et développement Canada :

Peter Hall, vice-président et économiste en chef.

Le président fait une déclaration.

MM. King, Murchison et Hall font des déclarations et répondent aux questions.

À 18 h 13, la séance est suspendue.

At 6:16 p.m., pursuant to rule 12-16(1)(d), the committee resumed in camera to consider a draft agenda (future business).

It was agreed that the chair be authorized to seek authority from the Senate for the following order of reference:

> That the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce be authorized to examine and report on issues pertaining to internal barriers to trade, including:
>
> - existing internal trade barriers, the reasons for their existence, and their economic, social and other effects on Canadians, Canadian businesses and the country's economy;
> - variations in regulatory requirements across provinces/territories, and the ways in which such variations may limit the free flow of goods and services across Canada; and
> - measures that could be taken by the federal and provincial/territorial governments to facilitate a reduction in — if not elimination of — internal trade barriers in order to enhance trade, as well as to promote economic growth and prosperity.
>
> That the committee submit its final report no later than June 10, 2016, and that the committee retain all powers necessary to publicize its findings until 180 days after the tabling of the final report.

At 6:19 p.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

À 18 h 16, conformément à l'article 12-16(1)d) du Règlement, la séance se poursuit à huis clos afin que le comité étudie un projet d'ordre du jour (travaux futurs).

Il est convenu que le président soit autorisé à demander au Sénat d'adopter l'ordre de renvoi suivant :

> Que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce soit autorisé à examiner, pour en faire rapport, les questions relatives aux barrières au commerce intérieur, notamment :
>
> - les barrières actuelles au commerce intérieur, leur raison d'être, et leurs répercussions économiques, sociales et autres sur la population, les entreprises et l'économie canadiennes;
> - la diversité des exigences réglementaires d'une province et d'un territoire à l'autre, et la manière dont cette diversité peut entraver la libre circulation des produits et des services à travers le Canada;
> - les mesures que pourraient prendre les gouvernements fédéral et provinciaux-territoriaux pour faciliter la réduction — voire l'élimination — des barrières au commerce intérieur, afin de favoriser le commerce et de promouvoir la croissance économique et la prospérité.
>
> Que le Comité présente son rapport final au plus tard le 10 juin 2016 et qu'il conserve tous les pouvoirs nécessaires pour diffuser ses conclusions dans les 180 jours suivant le dépôt du rapport final.

À 18 h 19, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, Thursday, February 4, 2016
(4)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 10:32 a.m., in room 9, Victoria Building, the chair, the Honourable David Tkachuk, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Bellemare, Black, Campbell, Greene, Maltais, Massicotte, Ringuette, Smith (*Saurel*), Tannas and Tkachuk (10).

In attendance: Brett Stuckey and Dylan Gowans, Analysts, Parliamentary Information and Research Services, Library of Parliament.

Also present: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the order of reference adopted by the Senate on Wednesday, January 27, 2016, the committee continued its study on the present state of the domestic and international financial system. (topic: The causes and effects of the recent decline in the Canadian dollar exchange rate)

OTTAWA, le jeudi 4 février 2016
(4)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 10 h 32, dans la pièce 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable David Tkachuk (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Bellemare, Black, Campbell, Greene, Maltais, Massicotte, Ringuette, Smith (*Saurel*), Tannas et Tkachuk (10).

Également présents : Brett Stuckey et Dylan Gowans, 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 mercredi 27 janvier 2016, le comité poursuit son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (sujet : les causes et les effets de la baisse récente du taux de change du dollar canadien)

WITNESSES:

BMO Financial Group:

Doug Porter, Chief Economist.

Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC):

Royce Mendes, Director and Senior Economist.

Desjardins Group:

Jimmy Jean, Senior Economist.

Royal Bank of Canada:

Dawn Desjardins, Vice President and Deputy Chief Economist.

Scotiabank:

Jean-François Perrault, Senior Vice President & Chief Economist.

TD Bank Financial Group:

Derek Burleton, Vice President and Deputy Chief Economist.

The chair made a statement.

Mr. Porter, Mr. Mendes, Mr. Jean, Ms. Desjardins, Mr. Perrault and Mr. Burleton made statements and answered questions.

At 12:17 p.m., the committee adjourned to the call of the chair.

ATTEST:

TÉMOINS :

BMO Groupe financier :

Doug Porter, économiste en chef.

Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC) :

Royce Mendes, directeur et économiste principal.

Mouvement Desjardins :

Jimmy Jean, économiste principal.

Banque Royale du Canada :

Dawn Desjardins, vice-présidente et économiste en chef déléguée.

Banque Scotia :

Jean-François Perrault, premier vice-président et économiste en chef.

Groupe financier Banque TD :

Derek Burleton, vice-président et économiste en chef adjoint.

Le président fait une déclaration.

M. Porter, M. Mendes, M. Jean, Mme Desjardins, M. Perrault et M. Burleton font des déclarations et répondent aux questions.

À 12 h 17, le comité s'ajourne jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

La greffière du comité,

Lynn Gordon

Clerk of the Committee

REPORT OF THE COMMITTEE

Tuesday, February 2, 2016

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce has the honour to table its

FIRST REPORT

Your committee, which was authorized by the Senate to incur expenses for the purpose of its examination and consideration of such matters as were referred to it, tables, pursuant to rule 12-26(2), the following report on expenses incurred for that purpose during the Second Session of the Forty-first Parliament:

1. With respect to its examination and consideration of legislation:

2013-2014		
General Expenses	$	0
Witness Expenses		1,100
SUBTOTAL	$	1,100
2014-2015		
General Expenses	$	6,245
Witness Expenses		9,875
SUBTOTAL	$	16,120
2015-2016		
General Expenses	$	6,795
Witness Expenses		2,257
SUBTOTAL	$	9,052
TOTAL	**$**	**26,272**

2. With respect to its special study on the ability of individuals to establish a registered disability savings plan (RDSP), with particular emphasis on legal representation and the ability of individuals to enter into a contract authorized by the Senate on Tuesday, December 3, 2013:

2013-2014		
General Expenses	$	0
Witness Expenses		5,011
SUBTOTAL	$	5,011
TOTAL	**$**	**5,011**

3. With respect to its special study on the use of digital currency, authorized by the Senate on Tuesday, March 25, 2014:

2014-2015		
General Expenses	$	0
Activity 1: New York		35,393
Witness Expenses		8,512
SUBTOTAL	$	43,905

RAPPORT DU COMITÉ

Le mardi 2 février 2016

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a l'honneur de déposer son

PREMIER RAPPORT

Votre comité, qui a été autorisé par le Sénat à engager des dépenses aux fins d'examiner toutes questions qui lui ont été renvoyées, dépose, conformément à l'article 12-26(2) du Règlement, le relevé suivant des dépenses encourues à cette fin par votre comité au cours de la deuxième session de la quarante-et-unième législature :

1. Relatif à son étude des mesures législatives :

2013-2014	
Dépenses générales	0 $
Dépenses des témoins	1 100
SOUS-TOTAL	1 100 $
2014-2015	
Dépenses générales	6 245 $
Dépenses des témoins	9 875
SOUS-TOTAL	16 120 $
2015-2016	
Dépenses générales	6 795 $
Dépenses des témoins	2 257
SOUS-TOTAL	9 052 $
TOTAL	**26 272 $**

2. Relatif à son étude spéciale sur la capacité des particuliers à se prévaloir d'un régime enregistré d'épargne-invalidité (REEI), notamment la représentation par un avocat et la capacité des particuliers à conclure un contrat autorisée par le Sénat le mardi 3 décembre 2013 :

2013-2014	
Dépenses générales	0 $
Dépenses des témoins	5 011
SOUS-TOTAL	5 011 $
TOTAL	**5 011 $**

3. Relatif à son étude spéciale sur l'utilisation de la monnaie numérique, autorisée par le Sénat le mardi 25 mars 2014 :

2014-2015	
Dépenses générales	0 $
Activité 1 : New York	35 393
Dépenses des témoins	8 512
SOUS-TOTAL	43 905 $

2015-2016

General Expenses	$ 11,602
Witness Expenses	649
SUBTOTAL	$ 12,251
TOTAL	**$ 61,167**

In addition to the expenses for its studies as set out above, your committee also incurred general postal charges of $19.

During the session, your committee held 70 meetings (91.27 hours), heard 228 witnesses and submitted 12 reports in relation to its work. Your committee examined 5 bills (C-8, S-202, S-210, S-217, S-1001) and received a total of 12 orders of reference.

Respectfully submitted,

2015-2016

Dépenses générales	11 602 $
Dépenses des témoins	649
SOUS-TOTAL	12 251 $
TOTAL	**61 167 $**

Outre les dépenses encourues dans le cadre de ses études ci-haut mentionnées, votre comité a encouru des frais généraux de poste s'élevant à 19 $.

Durant la session, le comité a tenu 70 réunions (91,27 heures), entendu 228 témoins et soumis 12 rapports relatifs à ses travaux. Votre comité a étudié 5 projets de loi (C-8, S-202, S-210, S-217, S-1001) et a reçu au total 12 ordres de renvoi.

Respectueusement soumis,

Le président,

DAVID TKACHUK

Chair

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, December 10, 2015

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 6:38 p.m., pursuant to rule 12-13 of the *Rules of the Senate*, to organize the activities of the committee.

[*English*]

Lynn Gordon, Clerk of the Committee: Honourable senators, as clerk of the committee, it is my duty to preside over the election of the chair.

[*Translation*]

Are there any nominations?

Senator Maltais: I nominate Senator Tkachuk.

[*English*]

Senator Massicotte: May I make a comment?

Ms. Gordon: I believe we need to proceed right away with the voting of the chair.

Senator Massicotte: Once you make a motion, you have a right. It's in debate.

Ms. Gordon: The only thing I can proceed with first is the election of chair.

It is moved by the Honourable Senator Maltais that the Honourable Senator Tkachuk do take the chair of this committee. Is it your pleasure, honourable senators, to adopt the motion?

Hon. Senators: Agreed.

Ms. Gordon: The motion is carried.

Senator Tkachuk, I invite you to take the chair.

Senator David Tkachuk (*Chair*) in the chair.

Senator Massicotte: I just want to formally note my objection to the process that we followed. I know the leadership decides all this. I know the committee votes for the chair and deputy chair, but for many years now it's a perfunctory function that we just listen immediately to the decision of our leadership and we name whoever is named.

I want to be on the record that I don't agree with that. I think it diminishes the role of the senators we have, and it infringes too much between Conservatives and Liberals as if it should make much difference in the way we vote. We should vote for what is right for Canada, and it should not be based on partisan lines. This committee has functioned very well on that basis.

I agree with the election this time. We've got a chair, and I'm sure we have a deputy chair lined up, but as you noticed, the deputy chair, given her young age, may not be with us in three or four months. I request that when that replacement occurs, we

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 10 décembre 2015

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 18 h 38, conformément à l'article 12-13 du *Règlement du Sénat*, pour organiser les travaux du comité.

[*Traduction*]

Lynn Gordon, greffière du comité : Honorables sénateurs, à titre de greffière du comité, il m'incombe de présider à l'élection de la présidence.

[*Français*]

Y a-t-il des propositions?

Le sénateur Maltais : Je propose le sénateur Tkachuk.

[*Traduction*]

Le sénateur Massicotte : Puis-je faire une observation?

Mme Gordon : Je crois que nous devons voter d'abord pour l'élection à la présidence.

Le sénateur Massicotte : Quand une motion est déposée, il y a un droit, le droit au débat.

Mme Gordon : La seule chose que je puisse faire pour commencer, c'est de présider à l'élection de la présidence.

Il est proposé par l'honorable sénateur Maltais que l'honorable sénateur Tkachuk assume la présidence du comité. Vous plaît-il, honorables sénateurs, d'adopter cette motion?

Des voix : D'accord.

Mme Gordon : La motion est adoptée.

Sénateur Tkachuk, je vous invite à prendre le fauteuil.

Le sénateur David Tkachuk (*président*) occupe le fauteuil.

Le sénateur Massicotte : J'aimerais souligner officiellement mon objection à la procédure suivie. Je sais que ce sont les chefs qui décident de tout cela. Je sais que le comité vote pour élire le président et le vice-président, mais depuis de nombreuses années, c'est une fonction factice. Nous ne faisons qu'écouter diligemment la décision de nos chefs, et nous nommons la personne désignée.

Je tiens à dire officiellement que je ne suis pas d'accord avec cette façon de faire. Je pense que cela affaiblit le rôle des sénateurs et nuit à la dynamique entre les conservateurs et les libéraux, comme si cela devait faire tant de différence dans notre façon de voter. Nous devrions voter pour ce qui nous semble bon pour le Canada et non en fonction des lignes de parti. Ce comité a toujours très bien fonctionné de cette façon.

Je suis d'accord avec l'élection cette fois-ci. Nous avons un président, et je suis certain que nous aurons sous peu une vice-présidente, mais comme vous l'avez remarqué, la vice-présidente, compte tenu de son jeune âge, risque fort de ne pas être parmi

should have a secret ballot vote by the committee to seek a replacement of the deputy chair.

An Hon. Senator: I second.

The Chair: So this is a comment. This is not a motion.

Senator Massicotte: A comment, but for further advice —

The Chair: I understand that. Thank you.

I had a conversation with Senator Massicotte previous to the meeting. I knew it was coming up, so it's done. How we handle it in April, we'll handle it in April. We'll sort it out there.

The second item on the agenda is the election of a deputy chair. I need a motion.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: Senator Massicotte, do you not want to run, since I am yielding the floor to you?

[*English*]

Senator Tannas: I will move the nomination of Senator Hervieux-Payette.

The Chair: Thank you.

Are there any other nominations for deputy chair? If not, then it is acclaimed.

Next is the Subcommittee on Agenda and Procedure:

> That the Subcommittee on Agenda and Procedure be composed of the chair, the deputy chair, and one other member of the committee, to be designated after the usual consultation; and
>
> That the subcommittee be empowered to make decisions on behalf of the committee with respect to its agenda, to invite witnesses, and to schedule hearings.

I believe we have a nominee for the steering committee.

Senator Tannas: Yes.

The Chair: Would you like to move that?

Senator Tannas: I move that we appoint Senator Black as the third member of the Subcommittee on Agenda and Procedure.

The Chair: Thank you.

Are there are any further nominations? If no further nominations, then I declare it acclaimed.

Motion to publish the committee's proceedings: It is moved that the committee publish its proceedings.

nous dans trois ou quatre mois. Je demande que lorsque nous devrons la remplacer, nous tenions un vote secret pour élire son remplaçant à la vice-présidence.

Une voix : Je l'appuie.

Le président : C'est une observation, ce n'est pas une motion.

Le sénateur Massicotte : C'est une observation, mais pour la suite des choses...

Le président : Je comprends. Je vous remercie.

J'ai eu une conversation avec le sénateur Massicotte avant la réunion. Je savais qu'il allait soulever cette question, donc c'est fait. Nous déciderons en avril de ce que nous devrons décider en avril. Nous nous en occuperons en temps et lieu.

Le deuxième point à l'ordre du jour est l'élection à la vice-présidence. J'ai besoin d'une motion.

[*Français*]

La sénatrice Hervieux-Payette : Sénateur Massicotte, vous ne vous présentez pas, compte tenu que je vous cède ma place?

[*Traduction*]

Le sénateur Tannas : Je propose la nomination de la sénatrice Hervieux-Payette.

Le président : Merci.

Y a-t-il d'autres candidatures à la vice-présidence? Dans la négative, je vous déclare élue par acclamation.

Passons ensuite à la création du Sous-comité du programme et de la procédure :

> Que le Sous-comité du programme et de la procédure se compose du président, de la vice-présidente et d'un autre membre du comité désigné après les consultations d'usage;
>
> Que le Sous-comité soit autorisé à prendre des décisions au nom du comité relativement au programme, à inviter les témoins et à établir l'horaire des audiences.

Je pense que nous avons une candidature au comité de direction.

Le sénateur Tannas : Oui.

Le président : Voulez-vous la proposer?

Le sénateur Tannas : Je propose de désigner le sénateur Black troisième membre du Sous-comité du programme et de la procédure.

Le président : Merci.

Y a-t-il d'autres mises en candidature? Dans la négative, je déclare le candidat élu par acclamation.

Publication des délibérations du comité. Il est proposé que le comité publie ses délibérations.

I need a mover and a seconder. Senator Greene. Thank you, senator.

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Authorization to hold meetings and to receive evidence. I need a motion:

> That, pursuant to rule 12-17, the chair be authorized to hold meetings, to receive and authorize the publication of the evidence when —

Senator Smith? All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Agreed.

Research staff. We just need a motion. Okay.

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Agreed.

Unless you want me to read it.

Senator Massicotte: No.

The Chair: I can dispense with that.

Authority to commit funds and certify accounts. I need a motion. Senator Smith?

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Good.

Travel. Senator Greene?

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Designation of members travelling on committee business. Senator Massicotte?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Agreed.

Travelling and living expenses of witnesses. Senator Hervieux-Payette?

Agreed?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Broadcasting. Senator Massicotte again.

We're moving this right along. Glad to see you're participating.

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

J'ai besoin de sénateurs pour proposer et appuyer la motion. Le sénateur Greene. Merci.

Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Autorisation à tenir des réunions et à entendre des témoignages. J'ai besoin d'une motion :

> Que, conformément à l'article 12-17 du Règlement, le président soit autorisé à tenir des réunions pour entendre des témoignages et à en permettre la publication...

Sénateur Smith? Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Motion adoptée.

Personnel de recherche. Nous avons simplement besoin d'une motion. D'accord.

Est-ce que tout le monde est d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Adopté.

Voulez-vous que je vous la lise?

Le sénateur Massicotte : Non.

Le président : Ce n'est pas nécessaire.

Autorisation d'engager des fonds et d'approuver les comptes à payer. J'ai besoin d'une motion. Sénateur Smith?

Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Très bien.

Voyages. Sénateur Greene?

Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Désignation des membres qui voyagent pour les affaires du comité. Sénateur Massicotte?

Des voix : D'accord.

Le président : La motion est adoptée.

Dépenses de voyage et d'hébergement des témoins. Sénatrice Hevieux-Payette?

Êtes-vous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Diffusion des délibérations. Le sénateur Massicotte encore une fois.

Nous avançons bien. Je suis content de voir que vous participez.

Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

The Chair: Agreed.

Time slot for regular meetings, Wednesday at 4:15 p.m. and Thursday at 10:30 a.m. Is that good for everybody?

All in favour?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Is there any other business? If no other business —

Senator Hervieux-Payette: I don't know if you have received or read a report my office and I have prepared on the question of exports. It's a very comprehensive document that took over a year to prepare. That's why I have a motion in the Senate to study exports, since we are not doing very well.

I will make my speech when we come back, but I would like to encourage senators to read the report. I'm sure our great economist, Senator Bellemare, will read it.

I just want to prepare you for my motion. I think if we were to look into this matter, we would be doing a great service to Canada.

Thank you.

The Chair: You're welcome.

I want all senators to think of future studies. I'm sure we'll have bills to deal with as well. We can either do it by writing over the six-week period, by email, and then we can make some decisions when we come back here in February so we can get to work right away if that's okay with you.

Senator Massicotte: On another issue, Mr. Chair, would you be so kind — we adopted a position, a tradition, but I would like to revert back to what other committees normally do where the chair and deputy chair sit up front at the committees. Would you agree with that?

The Chair: No, I don't.

Senator Greene: I don't agree with it either, actually.

Senator Massicotte: You have a right to be disagreeable.

The Chair: That's true, we do.

If there's no further business, we are adjourned. Merry Christmas.

(The committee adjourned.)

Le président : Motion adoptée.

Horaire des réunions ordinaires : le mercredi à 16 h 15 et le jeudi à 10 h 30. Est-ce que cela convient à tout le monde?

Êtes-vous tous d'accord?

Des voix : D'accord.

Le président : Y a-t-il autre chose? S'il n'y a rien d'autre...

La sénatrice Hervieux-Payette : Je ne sais pas si vous avez reçu ou lu un rapport que j'ai préparé avec mon personnel sur la question des exportations. C'est un document très détaillé que nous avons mis plus d'un an à préparer. C'est la raison pour laquelle je vais déposer une motion au Sénat pour étudier les exportations, puisque nous ne faisons pas très bonne figure à ce chapitre.

Je vais faire une allocution à notre retour, mais j'aimerais inviter les sénateurs à lire ce rapport. Je suis certaine que notre grande économiste, la sénatrice Bellemare, le lira.

J'aimerais simplement vous préparer au dépôt de ma motion. Je pense que nous rendrions un fier service au Canada en nous penchant sur cette question.

Merci.

Le président : Vous êtes la bienvenue.

J'aimerais que tous les sénateurs réfléchissent aux études qu'ils aimeraient que nous menions. Je suis certain que nous aurons des projets de loi à examiner aussi. Nous pouvons correspondre par écrit au cours des six prochaines semaines, par courriel, puis nous pourrons prendre des décisions à notre retour, en février, de manière à pouvoir commencer notre travail immédiatement ensuite, si vous êtes d'accord.

Le sénateur Massicotte : Sur une autre question, monsieur le président, auriez-vous la gentillesse... Nous avions adopté une disposition, une tradition, mais j'aimerais revenir à la disposition habituelle des comités, où le président et le vice-président s'assoient devant à la table de réunion. Seriez-vous d'accord avec cela?

Le président : Non.

Le sénateur Greene : Je ne suis pas d'accord non plus, en fait.

Le sénateur Massicotte : Vous avez le droit de ne pas être d'accord.

Le président : C'est vrai. Nous en avons le droit.

S'il n'y a rien d'autre, nous allons lever la séance. Joyeux Noël.

(La séance est levée.)

OTTAWA, Wednesday, February 3, 2016

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:18 p.m. to study the present state of the domestic and international financial system (topic: The causes and effects of the recent decline in the Canadian dollar exchange rate).

Senator David Tkachuk (*Chair*) in the chair.

[*English*]

The Chair: Good afternoon. Welcome colleagues, and welcome witnesses. This is the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. My name is David Tkachuk, and I am the chair of this committee.

It's the first of several meetings scheduled for our special study on the Canadian dollar. As everyone knows, the dollar has been down considerably for some time now, trading today at around US$0.71, which is a bit of a rally, actually. It traded, not so long ago, at near parity with the United States dollar, and your committee thought it would be wise to have a look at some of the implications of the dollar's slide, including its causes and effects and the implications for everyday Canadians.

Today, we have before us several witnesses. From Finance Canada, we have Phil King, Director of Economic Analysis and Forecasting from the Economic and Fiscal Policy Branch. The division advises the Minister of Finance on all aspects of Canada's macroeconomic performance and outlook. Mr. King has held a number of positions of increasing seniority at Finance Canada since obtaining his master's degree in economics at the University of Western Ontario.

From the Bank of Canda, we have Stephen Murchison, the Advisor to the Governor. Mr. Murchison was appointed to this position effective May 4, 2015. In this role, which focuses on the Bank of Canada's international activities, Mr. Murchison helps to develop the strategy for the bank's global engagement, supports the governor at meetings of the bank for international settlements, and coordinates the bank's work with other international partners and forums. Mr. Murchison has a master's degree in economics from Wilfrid Laurier University.

From Export Development Canada, we have Peter Hall, Vice-President and Chief Economist. Mr. Hall joined Export Development Canada in November 2004. With over 25 years of experience in economic analysis and forecasting, Mr. Hall is responsible for overseeing the EDC's economic analysis, country risk assessment and corporate research groups. Mr. Hall has degrees in economics from both Carleton University and the University of Toronto.

We have asked the witnesses to have opening statements of between five and seven minutes. We are going to try to keep it as much of a discussion as possible, so what I have advised the

OTTAWA, le mercredi 3 février 2016

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 18, pour étudier la situation actuelle du régime financier canadien et international (sujet : les causes et les effets de la baisse récente du taux de change du dollar canadien).

Le sénateur David Tkachuk (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Bonjour. Je souhaite la bienvenue à mes collègues et aux témoins. Je m'appelle David Tkachuk et je suis le président du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce.

Nous tenons aujourd'hui la première de plusieurs réunions qui seront consacrées à notre étude spéciale sur le dollar canadien. Comme tout le monde le sait, la valeur de notre dollar a considérablement baissé depuis un certain temps. Elle s'établit aujourd'hui à environ 71 cents américains, ce qui est en fait une légère hausse. Il n'y a pas si longtemps, on avait presque atteint la parité avec le dollar américain, alors c'est pourquoi le comité a jugé bon de se pencher sur certaines des répercussions de cette chute du dollar, notamment ses causes et ses effets ainsi que son incidence sur les Canadiens ordinaires.

Aujourd'hui, nous accueillons plusieurs témoins. De Finances Canada, nous recevons Phil King, directeur de l'analyse et des prévisions économiques à la Direction des politiques économiques et budgétaires. Cette direction conseille le ministre des Finances sur tous les aspects macroéconomiques et sur les perspectives économiques du Canada. M. King a occupé des postes de plus en plus élevés au sein de Finances Canada depuis qu'il a obtenu sa maîtrise en économie de l'Université Western Ontario.

De la Banque du Canada, nous recevons Stephen Murchison, conseiller du gouverneur. M. Murchison a été nommé à ce poste le 4 mai 2015. Dans le cadre de ses fonctions, qui sont axées sur les activités internationales de la Banque du Canada, M. Murchison contribue à élaborer la stratégie relative à ces activités, seconde le gouverneur lors des réunions de la Banque des règlements internationaux et coordonne les travaux de la banque menés en collaboration avec d'autres instances et partenaires internationaux. M. Murchison est titulaire d'une maîtrise en économie de l'Université Wilfrid Laurier.

D'Exportation et développement Canada, nous accueillons Peter Hall, vice-président et économiste en chef. M. Hall est entré en fonction à Exportation et développement Canada en novembre 2004. Il possède plus de 25 ans d'expérience en analyse et prévisions économiques. Il est chargé de superviser les activités d'analyse économique et d'évaluation des risques et les travaux des groupes de recherche internes. M. Hall est diplômé en économie de l'Université Carleton et de l'Université de Toronto.

Nous avons demandé aux témoins de prononcer une allocution d'une durée d'environ cinq à sept minutes. Nous allons essayer d'avoir autant d'échanges que possible, alors j'ai expliqué aux

witnesses is that, if a senator asks a question and one of the members answers it, if the other members want to get into the discussion, I have urged them to please do so. We are here to listen to them. Without further ado, we will start from my right to the left.

Phil King, Director, Economic Analysis and Forecasting, Economic and Fiscal Policy Branch, Finance Canada: Thank you, Mr. Chair, honourable members. Good afternoon. Thanks for the opportunity to speak to you today on the topic of the Canadian dollar. In my opening remarks this afternoon, I will speak briefly about recent changes in the level of the dollar, the factors that can affect the level of the dollar and how changes in the dollar impact different parts of the Canadian economy.

In talking about the dollar, I refer mainly to the nominal bilateral Canada-U.S. exchange rate. In other words, this is the amount of U.S. currency that you can buy with one Canadian dollar.

The dollar has fallen significantly since July 2014, when it averaged about 93 cents U.S. It again fell rapidly starting in November of last year, from a high of over 76 cents that month to about 71 cents today.

The last time the dollar was trading in the low 70-cents-U.S. mark was in 2003. It is not a coincidence that global crude oil prices are broadly at the same level today as they were back in 2003.

Canada is a global-scale producer and net exporter of many commodities. As a consequence, fluctuations in global commodity prices have an impact on the level of our dollar. The depreciation of the dollar over the last year and a half has been, to a very large degree, driven by declines in global commodity prices, particularly crude oil prices. The price of West Texas Intermediate, the global benchmark, has declined by about 70 per cent since mid-2014 until today.

Beyond commodity prices, a number of other domestic and external factors can also affect movements in the level of the dollar. For example, the level of the dollar is linked to the overall strength of the Canadian economy. A stronger Canadian economy makes Canada a more attractive place for foreigners to invest, on the prospect of higher financial returns. This raises demand for the dollar, which, in turn, causes it to appreciate. Of course, the opposite would also hold true.

International interest rate differentials or the expectation of future differentials can also influence the level of the dollar. Relatively higher rates in Canada can increase foreign demand for the Canadian dollar as foreign investors seek out higher-yielding Canadian bonds.

témoins que, si un sénateur pose une question, et qu'un des témoins y répond, si d'autres témoins veulent ajouter quelque chose, je les enjoins à le faire. Nous sommes ici pour écouter les témoins. Sans plus tarder, nous allons commencer à partir de ma droite.

Phil King, directeur, Analyse et prévisions économiques, Direction des politiques économique et budgétaire, Finances Canada : Merci, monsieur le président et honorables membres du comité. Bonjour. Je vous remercie de me donner l'occasion aujourd'hui de vous parler du dollar canadien. Dans mes remarques préliminaires cet après-midi, je parlerai brièvement des changements récents en ce qui concerne la valeur du dollar, des facteurs qui peuvent influer sur sa valeur et de quelles façons les fluctuations du dollar affectent les différents secteurs de l'économie canadienne.

Lorsque je parle de la valeur du dollar, je fais référence principalement au taux de change nominal et bilatéral entre le dollar canadien et le dollar américain. Autrement dit, la quantité de devises américaines que l'on pourrait acheter avec un dollar canadien.

La valeur du dollar canadien a chuté considérablement depuis juillet 2014, lorsqu'elle a atteint une moyenne de 93 cents américains. Le dollar a encore chuté rapidement au début de novembre 2015, d'un maximum de plus de 76 cents ce mois-là, à environ 71 cents à l'heure actuelle.

La dernière fois que le cours du dollar canadien est passé sous la barre des 70 cents américains remonte en 2003. Le fait que les prix mondiaux du pétrole brut soient généralement au même niveau qu'en 2003 n'est pas une coïncidence.

Le Canada est un producteur et un exportateur net d'un grand nombre de produits de base à l'échelle mondiale. Par conséquent, les fluctuations des prix de base sur les marchés mondiaux ont une incidence sur la valeur de notre dollar. La dépréciation du dollar canadien au cours de la dernière année et demie est attribuable en grande partie à la chute des prix des produits de base sur les marchés mondiaux, particulièrement les prix du pétrole brut. Le prix du produit de référence West Texas Intermediate a baissé d'environ 70 p. 100 depuis le milieu de 2014 jusqu'à aujourd'hui.

En plus des prix des produits de base, d'autres facteurs nationaux et externes peuvent avoir des effets sur les fluctuations du taux de change canadien. Par exemple, la valeur du dollar canadien est liée à la vigueur globale de l'économie canadienne. Une économie canadienne plus forte fait du Canada un pays plus attrayant pour les investisseurs étrangers, avec la possibilité de rendements financiers plus importants. Cela accroît la demande pour le dollar canadien, ce qui entraîne une appréciation de la devise. La situation inverse, bien sûr, est également vraie.

Les différentiels de taux d'intérêt à l'échelle internationale, ou les anticipations des différentiels futurs, peuvent également avoir une incidence sur la valeur du dollar canadien. Les taux d'intérêt relativement élevés au Canada peuvent augmenter la demande étrangère pour le dollar canadien, car les investisseurs étrangers recherchent des obligations canadiennes à rendement élevé.

In addition to these factors, there are a host of other influences that are constantly affecting the level of our dollar. These include inflation-rate differentials, the current account balance, productivity developments, sovereign debt positions and general investor sentiment.

When the level of the dollar rises or falls, it affects different parts of the economy in different ways. The current lower level of the dollar presents both challenges and opportunities to our economy.

A lower dollar raises prices for imported goods and services. This impacts both businesses and consumers by lowering their purchasing power.

One negative consequence of this is the potential impact it can have on investment, in particular on investment in machinery and equipment. A substantial portion of machinery and equipment purchased in Canada is imported from abroad. As the dollar falls, this makes such investments more costly. When investment is hampered, future output and productivity growth can also be affected.

However, a lower dollar can also lead to import substitution, where domestic consumers switch from now more expensive foreign-produced goods and services to Canadian-produced services and goods. This benefits domestic producers.

Similarly, a lower dollar also makes Canada's exports cheaper and, therefore, more competitive in the United States and elsewhere in the world. In the current context of a sharp decline in commodity prices, this will be an important factor lending support to the broader Canadian economy over the coming quarters.

A lower Canadian dollar can also help to cushion the impact of lower crude oil prices for domestic oil producers as oil is priced and sold in U.S. dollars. For Canadian producers, a lower dollar means an exchange-rate gain when these U.S. dollar-denominated sales revenues are repatriated into Canadian funds.

There are also other benefits and costs to a lower or higher dollar, but rather than enumerating all of these, I think the final point I would like to make to the committee is that, overall, Canada, as a country, has been well served by its long-standing floating exchange rate policy.

Fundamentally, a floating currency acts as a shock absorber. It can help to mitigate the domestic impacts of negative economic events.

The current case is a very good example of this. While the recent decline in crude oil prices has had a negative impact on energy-related industries, the lower dollar is providing an important boost to non-energy exporters, thereby supporting

À ces facteurs s'ajoute toute une série d'éléments qui influent constamment sur la valeur du dollar. Parmi ceux-ci il y a les différentiels de taux d'inflation, le solde du compte courant, l'évolution de la productivité, l'imposition sur la dette souveraine et le sentiment général des investisseurs.

Lorsque la valeur du dollar canadien est à la hausse ou à la baisse, cela a des répercussions sur différents secteurs de l'économie de diverses façons. Actuellement, la faible valeur du dollar canadien présente à la fois des défis et des opportunités pour l'économie.

Un dollar canadien plus faible entraîne une hausse du prix des marchandises et des services importés. Cela se répercute sur les entreprises et les consommateurs en diminuant leur pouvoir d'achat.

Une conséquence négative de cette situation serait l'effet négatif éventuel sur l'investissement, particulièrement en machines et matériel. Une bonne partie des machines et du matériel qui sont achetés au Canada provient de l'étranger. À mesure que la valeur du dollar baisse, de tels investissements coûtent plus cher. De plus, lorsque l'investissement recule, la production future et la croissance de la productivité peuvent aussi être touchées.

Toutefois, la faiblesse du dollar canadien peut également mener à une substitution des importations, une situation où les consommateurs canadiens délaissent les produits et les services de l'étranger devenus plus chers pour des biens et services canadiens. Cela profite aux producteurs canadiens.

De façon similaire, la faiblesse du dollar rend les exportations canadiennes moins chères et, par conséquent, plus concurrentielles aux États-Unis et ailleurs. Dans le contexte actuel d'une forte baisse des prix des produits de base, cela constituera un facteur important supportant l'économie canadienne en général au cours des prochains trimestres.

Un dollar canadien plus faible peut également atténuer l'effet de la baisse des prix du pétrole brut pour les producteurs de pétrole canadiens, car le prix du pétrole est fixé et vendu en dollars américains. Pour les producteurs canadiens, un dollar plus faible entraîne un gain sur le taux de change puisque les recettes provenant des ventes en dollars américains sont rapatriées en devises canadiennes.

Il existe d'autres avantages et coûts associés à un dollar plus faible ou plus élevé, mais au lieu d'en faire une énumération, la dernière chose que je voudrais dire aux membres du comité est que, de façon générale, le Canada a très bien profité de sa politique de longue date de taux de change flottant.

Fondamentalement, une monnaie flottante agit comme un amortisseur. Elle peut atténuer les répercussions au Canada de certains événements économiques négatifs.

Le cas actuel en est un très bon exemple. Bien que la récente baisse des prix du pétrole brut ait entraîné des conséquences négatives sur le secteur de l'énergie, la faiblesse du dollar canadien stimule de façon importante les exportations non liées à l'énergie,

other segments of our economy. Overall, it is far less economically disruptive for such positive offsets to come from a lower exchange rate than from lower domestic prices or wages.

Stephen Murchison, Advisor to the Governor, Bank of Canada: Good afternoon, Mr. Chair and honourable senators. Thank you for the invitation to appear before this committee to talk about the Canadian dollar.

Since 1991, the Government of Canada and the Bank of Canda have had a formal agreement that says our monetary policy should be directed at controlling inflation. Over time, we have seen that keeping inflation low, stable and predictable is the best way the bank can fulfil its mandate to promote the economic and financial welfare of Canadians.

We have one main monetary policy tool — our control over the target overnight rate — and we use this tool to help maintain the rate of inflation at the agreed 2 per cent midpoint of the 1 to 3 per cent control range. This means that Canada must have a floating currency. Since we have a target for inflation that aims to preserve the domestic value of the Canadian dollar, we cannot also have a target for its external value.

At the bank, we describe the flexible exchange rate system as an "economic shock absorber." By that, we mean that movements in the currency help the economy to adjust to shocks, such as swings in both the demand for and the prices of the goods and services that Canada produces. These swings cause shifts in our terms of trade — the terms of trade being the ratio of the prices Canada receives for its exports relative to the price that we pay for our imports — and these shifts require economic adjustments in response. The adjustments can be very difficult for the individuals and companies that are directly affected, but experience shows that it's less painful for those adjustments to take place through the exchange rate rather than only through movements in wages and domestic prices.

Since roughly the middle of 2014, we have seen very large declines in the prices of many commodities that Canada produces and exports. Oil is the most obvious example, but it is not the only one. Others, such as copper and aluminum, have also fallen sharply. Resources have always been an important part of our economy, and the Bank of Canada's commodity price index, which tracks the world prices of our most important resources, dropped by more than 50 per cent between mid-2014 and the end of 2015. Over the same period, Canada's currency depreciated from about 94 cents U.S. to about 72 cents U.S., which is not far from its current level.

favorisant ainsi d'autres secteurs de l'économie canadienne. Dans l'ensemble, ces éléments positifs ont des effets beaucoup moins perturbateurs sur l'économie, en raison du taux de change plus faible, que des prix et des salaires plus faibles sur le marché intérieur.

Stephen Murchison, conseiller du gouverneur, Banque du Canada : Bonjour, monsieur le président et honorables sénateurs et sénatrices. Merci de m'avoir invité à témoigner à propos du dollar canadien devant le comité.

Depuis 1991, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont une entente formelle selon laquelle la politique monétaire doit viser à maîtriser l'inflation. Au fil du temps, la banque a constaté que le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible est le meilleur moyen de s'acquitter de son mandat, qui consiste à promouvoir le bien-être économique et financier des Canadiens et des Canadiennes.

Le principal instrument de conduite de la politique monétaire dont la banque dispose, à savoir le contrôle qu'elle exerce sur le taux du financement à un jour, lui sert à maintenir l'inflation au taux convenu de 2 p. 100, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 p. 100. Cela signifie que le Canada doit avoir un taux de change flottant. Dans la mesure où elle poursuit une cible d'inflation dans le but de préserver la valeur intérieure du dollar canadien, la banque ne peut parallèlement définir un objectif en ce qui concerne sa valeur extérieure.

À la banque, nous décrivons le régime de change flottant comme un « amortisseur de chocs économiques ». Par là, nous voulons dire que les mouvements du cours de la monnaie aident l'économie à s'adapter aux chocs, tels que les fluctuations de la demande et des prix des biens et des services que le Canada produit. Ces fluctuations entraînent des variations des termes de l'échange du pays — le ratio des prix que le Canada obtient de ses exportations à ceux qu'il paie pour ses importations — et ces variations nécessitent des ajustements économiques. Les ajustements peuvent être très difficiles pour les particuliers et les entreprises directement touchés. Toutefois, par expérience, nous savons que ces ajustements sont moins pénibles lorsqu'ils se font par l'intermédiaire du taux de change plutôt que seulement par celui des variations des salaires et des prix intérieurs.

Depuis le milieu de 2014 environ, nous avons observé un recul considérable des prix d'un bon nombre des matières premières que le Canada produit et exporte. Le pétrole est l'exemple le plus évident, mais ce n'est pas le seul. Les prix des autres produits, comme le cuivre et l'aluminium, ont aussi baissé de façon marquée. Les ressources ont toujours occupé une place prépondérante au sein de notre économie, et l'indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada, qui suit l'évolution des cours mondiaux des ressources les plus importantes, a chuté de plus de 50 p. 100 du milieu de 2014 à la fin de 2015. Durant la même période, le dollar canadien s'est déprécié, passant d'environ 94 cents américains à quelque 72 cents américains, pas très loin de son niveau actuel.

[*Translation*]

Before I talk about the adjustment process, there are two points I want to stress. First, this is not the first time that Canada's economy has had to deal with sharp movements in resource prices. When former governor Gordon Thiessen appeared before this committee, in April 2000, he said:

> The downward movement of the Canadian dollar was largely a response to the sharp decline in world prices of the primary commodities that Canada exports. Our economy had to adjust to this reality; the exchange rate decline facilitated a shift in activity from the primary sector to manufacturing and other export sectors.

The same could be said today. Further, let's remember that the dollar appreciated as commodity prices and our terms of trade rose from 2003 until roughly mid-2014, helping to smooth the required adjustments during that period.

[*English*]

The second point is that Canada is not the only country that is adjusting to falling resource prices. Let me draw your attention to Chart 5 of the *Monetary Policy Report* that the bank published this January. This chart, which has been distributed to you, illustrates the evolution of the terms of trade and the real effective exchange rates of various countries since about the middle of 2014. It shows that commodity-rich open economies such as Canada, Chile, Australia, New Zealand and Brazil have all seen both their terms of trade and their currencies weaken. In contrast, net commodity importers such as the U.S. and the U.K. have seen their currencies strengthen.

In the same report we spell out how we expect the Canadian economy to adjust to this decline in the terms of trade. The first response is a restructuring of our resource sector. We have already seen cuts in investment and employment among commodity producers. This has happened relatively quickly. We also expect to see a broader impact from the loss of income. This loss will weigh on household spending and business investment outside of the resource sector. The impact is more protracted and is not forecasted to peak until next year.

At the same time, the decline in commodity prices is sending a signal to shift productive resources back to the non-resource sector. This will be a long and complex process, but movements in the exchange rate are helping in this regard. Governor Poloz spoke about this adjustment in some detail in a speech in Ottawa last month. Let me recap some of the key points.

[*Français*]

Avant de parler du processus d'ajustement, j'aimerais souligner deux points. Premièrement, ce n'est pas la première fois que l'économie canadienne doit composer avec de fortes variations du prix des ressources. En avril 2000, le gouverneur de la banque de l'époque, Gordon Thiessen, est venu témoigner devant le comité, et il a dit ce qui suit :

> La dépréciation qu'a subie le dollar canadien était due, dans une grande mesure, à la chute des cours mondiaux des produits de base que le Canada exporte. Notre économie devait s'adapter à cette réalité; la baisse du taux de change a facilité un déplacement de l'activité du secteur primaire vers le secteur manufacturier et vers d'autres secteurs d'exportation.

On pourrait faire le même constat aujourd'hui. Par ailleurs, n'oublions pas que le dollar s'est apprécié lorsque les cours des produits de base ont augmenté et que nos termes de l'échange se sont améliorés, de 2003 jusqu'au milieu de 2014. Cela a contribué à faciliter les ajustements nécessaires pendant cette période.

[*Traduction*]

Deuxièmement, le Canada n'est pas le seul pays qui est en train de s'ajuster au recul des prix des ressources. Permettez-moi d'attirer votre attention sur le graphique 5 du *Rapport sur la politique monétaire* que la banque a publié en janvier. Ce graphique illustre l'évolution des termes de l'échange et du taux de change effectif réel de divers pays depuis le milieu de 2014. Il montre que les économies ouvertes riches en matières premières, comme le Canada, le Chili, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Brésil, ont toutes vu leurs termes de l'échange se détériorer et leurs monnaies s'affaiblir. En revanche, les pays importateurs nets de produits de base, tels que les États-Unis et le Royaume-Uni, ont connu un raffermissement de leurs monnaies.

Dans le même rapport, nous expliquons la manière dont nous prévoyons que l'économie canadienne s'ajustera à cette détérioration de nos termes de l'échange. La première réaction est une restructuration de notre secteur des ressources, et nous avons déjà observé un recul des investissements et de l'emploi chez les producteurs de matières premières. Ce recul s'est produit assez rapidement. Nous nous attendons aussi à ce que la perte de revenus ait une incidence plus vaste, qui se fera sentir sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises à l'extérieur du secteur des ressources. Cette incidence connaît une évolution plus prolongée et elle ne devrait pas atteindre son point culminant avant l'an prochain.

Parallèlement, la chute des prix des produits de base est un signal indiquant qu'il convient de retourner les ressources productives vers le secteur hors ressources. Ce processus sera long et complexe, mais les mouvements du taux de change sont utiles à cet égard. Le gouverneur Poloz a traité de cet ajustement en détail dans un discours qu'il a prononcé à Ottawa le mois dernier. Permettez-moi d'en récapituler certains points importants.

First, the depreciation of the dollar partly offsets the drop in commodity prices, since commodities are usually priced in U.S. dollars. In other words, resource exporters see their Canadian-dollar revenues fall by less than their U.S.-dollar revenues.

Second, the depreciating dollar helps Canadian exporters outside the resource sector. Those that set their prices in Canadian dollars experience improved competitiveness, while those pricing in U.S. dollars get a boost in revenues.

We are already seeing signs of this effect. Among industries that are sensitive to exchange rate movements, 21 are showing an upward trend in shipments. This represents almost 30 per cent of non-energy goods exports. Included in this group are industries such as pharmaceuticals, motor vehicle engines and parts, and industrial machinery, which have also seen higher employment since the middle of 2014. Statistics Canada's labour force survey is also showing a more general increase in manufacturing employment since the beginning of 2015.

[*Translation*]

The final impact of the lower Canadian dollar I will mention is that it raises the prices of imports. On the one hand, that means all Canadians lose some purchasing power for imports, including goods such as fresh produce that have no simple substitute. It also means price pressure for companies that rely on imported inputs.

On the other hand, the depreciation makes Canadian goods and services more attractive relative to imports. Consider tourism, for example. We are seeing more international visitors choose Canada as a destination. Tourism spending has increased for 10 straight quarters in real terms. On balance, the depreciation ultimately leads to increased demand and sales, which means more growth, investment and employment in the non-resource sector.

Finally, let me say a few words about how the currency affects the outlook for inflation. The impact of the resource price shock on inflation is complex. The loss of income from resources means less demand in the economy and, therefore, slower inflation. There is also the direct impact of lower energy costs. At the same time, the depreciation in the currency is raising the prices of imports and, therefore, boosting inflation. In the January report, we estimated that the pass-through from the lower dollar added between 0.9 and 1.1 percentage points to the total rate of consumer price inflation in the fourth quarter of 2015. In addition, because the currency had depreciated further in recent months, we said there is a risk that the pass-through will remain higher.

Premièrement, la dépréciation du dollar canadien compense partiellement la baisse des prix des produits de base, qui sont habituellement libellés en dollars américains. Autrement dit, les revenus en dollars canadiens des exportateurs de ressources diminuent moins que leurs revenus en dollars américains.

Deuxièmement, la dépréciation du dollar aide les exportateurs canadiens du secteur hors ressources. Ceux dont les prix sont établis en dollars canadiens affichent une compétitivité accrue, alors que ceux dont les prix sont en dollars américains voient leurs revenus augmenter.

Nous constatons déjà des signes de cet effet. Parmi les industries qui sont sensibles aux mouvements du taux de change, nous en avons recensé 21 — représentant près de 30 p. 100 des exportations de biens non énergétiques — dont les expéditions affichent une tendance à la hausse. Ce groupe exporte notamment des produits pharmaceutiques, des moteurs et des pièces de véhicules automobiles ainsi que des machines industrielles. Ces industries connaissent aussi une progression de l'emploi depuis le milieu de 2014. L'Enquête sur la population active de Statistique Canada fait également état d'une augmentation plus générale de l'emploi dans le secteur manufacturier depuis le début de 2015.

[*Français*]

Le dernier effet de la dépréciation du dollar canadien que je mentionnerai est le fait qu'elle fait monter le prix des importations. D'une part, cela signifie que l'ensemble des Canadiens perd une partie de son pouvoir d'achat pour des biens importés, comme les produits frais, qui n'ont pas de substituts simples. Cet effet signifie aussi des pressions sur les prix pour les entreprises qui dépendent des intrants importés.

D'autre part, la dépréciation rend les biens et services canadiens plus attrayants que ceux qui sont importés. Prenons, par exemple, le tourisme. Un plus grand nombre de visiteurs étrangers choisissent le Canada comme destination. Les dépenses touristiques ont crû pendant 10 trimestres de suite en termes réels. Dans l'ensemble, la dépréciation se traduit par un accroissement de la demande et des ventes. Cela implique une hausse de la croissance, des investissements et de l'emploi dans le secteur hors ressources.

Enfin, permettez-moi de dire quelques mots sur la façon dont le cours de la monnaie influe sur les perspectives d'inflation. Les conséquences du choc des prix des ressources sur l'inflation sont complexes. La perte de revenus tirés des ressources se traduit par une baisse de la demande dans l'économie et, ainsi, par un ralentissement de l'inflation. Le recul des coûts de l'énergie a aussi une incidence directe. Parallèlement, la dépréciation de la monnaie fait augmenter les prix des importations et, partant, exerce des pressions à la hausse sur l'inflation. Dans le rapport de janvier, nous avons estimé que l'affaiblissement du dollar a ajouté de 0,9 et 1,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global au quatrième trimestre de 2015. Par ailleurs, comme le

[*English*]

It is important to note that we expect these forces currently affecting the inflation rate to be transitory; that is, we expect them to drop out of the annual inflation rate so they won't feed into people's expectations of future inflation. However, Governor Poloz and other members of the governing council have been clear that they will watch closely to ensure that longer-term inflation expectations don't become unanchored from our target. The bottom line is that we are forecasting that total inflation will return to almost 2 per cent by the end of 2017.

To sum up, the depreciation of the Canadian dollar reflects the sharp decline in global resource prices and our terms of trade. As Governor Poloz said, the impact of this shock is complex and the required structural adjustments will be lengthy and difficult for many Canadians. However, our system of inflation targeting with a floating exchange rate is best for helping these adjustments take place as easily as possible.

Peter Hall, Vice-President and Chief Economist, Export Development Canada: In the interests of saving time, I will not reiterate any of the points that I agree with, only acknowledging that I do agree with most of what has already been presented.

In December of 2014, when it was clear that there was something considerable going on with the Canadian currency, we at Export Development Canada wanted to gauge what the impact of this was likely to be on our exporters. The effect of dollar movement was one thing; the commodity price movements that were in large part giving rise to the shift in the currency had their own effect on a segment of Canadian exporters. I'm not sure if that is something the committee desires to discuss, but there is a whole range of negative effects on a very special segment of Canadian exporting, primarily the energy and mining sectors as well. Our purpose was to gauge the effect that the currency was going to have on the full body of exporters. It was our judgment at that time that the negative effects that would arise out of the currency change that happened at that time would be almost entirely offset by the positive effects that they would generate inside the economy.

In terms of the exporting community as well, most of those predictions were actually realized. Mr. Murchison outlined those in his comments. We have observed large double-digit declines in the industries that have been affected by commodity price plunges but large double-digit increases in those industries that are particularly sensitive to movements inside of the currency. To the list that was provided, including the auto sector, pharmaceuticals and other consumer goods that we export, and third, machinery and equipment, to that I would add a large initial positive effect in the aerospace sector as well. We observed those happening

dollar s'est encore déprécié ces derniers mois, nous avons indiqué qu'il y avait un risque que la transmission de la baisse du taux de change reste élevée.

[*Traduction*]

En revanche, il est important de noter que, selon nos attentes, ces forces qui influent actuellement sur le taux d'inflation seront transitoires. Autrement dit, nous prévoyons qu'elles ne se feront plus sentir sur le taux d'inflation annuel et, donc, qu'elles ne se répercuteront pas sur les attentes des gens concernant l'inflation future. Toutefois, le gouverneur Poloz et les autres membres du conseil de direction ont bien précisé qu'ils suivront la situation de près afin d'éviter que les attentes d'inflation à long terme ne soient plus ancrées à notre cible. En somme, nous prévoyons que l'inflation globale retournera à près de 2 p. 100 à la fin de 2017.

Bref, la dépréciation du dollar canadien reflète la chute marquée des prix mondiaux des ressources et la détérioration prononcée de nos termes de l'échange. Comme le gouverneur Poloz l'a souligné, l'incidence de ce choc est complexe et les ajustements structurels qui s'imposent seront longs et difficiles pour de nombreux Canadiens. Toutefois, notre régime de ciblage de l'inflation assorti d'un taux de change flottant est ce qu'il y a de mieux pour faciliter ces ajustements le plus vite possible.

Peter Hall, vice-président et économiste en chef, Exportation et développement Canada : Pour gagner du temps, je ne vais pas répéter les points sur lesquels je suis d'accord. Je vais me contenter d'affirmer que je suis d'accord sur la plupart des propos qui ont été formulés.

En décembre 2014, lorsqu'il était clair que le dollar canadien était touché d'une façon considérable, Exportation et développement Canada a voulu évaluer quelle en serait l'incidence sur nos exportateurs. L'effet de la fluctuation de la valeur du dollar était une chose; le mouvement des prix des produits de base qui, en grande partie, provoquait la variation de la valeur du dollar avait lui aussi un effet sur une partie des exportateurs canadiens. Je ne sais pas si le comité souhaite en discuter, mais il y a toute une série d'effets négatifs sur une partie très précise des exportateurs canadiens, principalement ceux des secteurs de l'énergie et de l'exploitation minière. Notre objectif était d'évaluer l'incidence que la valeur du dollar allait avoir sur l'ensemble des exportateurs. Nous avons jugé à l'époque que les répercussions négatives découlant de la fluctuation de la valeur de notre monnaie seraient presque entièrement compensées par les effets positifs au sein de l'économie.

Pour ce qui est de la communauté d'exportation, la plupart de ces prédictions se sont concrétisées. M. Murchison en a parlé dans son exposé. Nous avons observé d'importantes baisses, dans les deux chiffres, pour les industries qui sont particulièrement vulnérables aux fluctuations monétaires. Outre les industries mentionnées, dont les secteurs de l'automobile, des produits pharmaceutiques et d'autres biens de consommation voués à l'exportation, ainsi que la machinerie et l'équipement, j'ajouterais qu'il y a eu d'importantes retombées positives initialement sur le secteur aérospatial. Nous avons pu l'observer tout au long de

throughout the year, and it was our purpose to try to address those shifts as much as possible inside of our strategic plan for the year, to make adjustments in real time to accommodate the needs of the Canadian industry.

So, largely, what we expected to happen was realized in those shifts. When we look at the movement in our currency versus currencies around the world, again, there is no debate from me on what has actually happened. Currencies that are commodity-dependent have indeed moved, much in the same fashion as Canada's currency has moved. We tend to compare ourselves with our large neighbour to the south, but they and the U.K. and, to some extent, China are anomalies inside of what's happening around the world. In country after country, we see large double-digit changes, depreciations in their currencies. So this is not so much a Canadian thing that is happening as it is a global phenomenon that's been driven by one of the drivers of the currency that is maybe the most obvious one but hasn't been mentioned yet, and that is that we happen to be on the flip side of the U.S. currency. There are certain particulars that drive that currency sometimes against all currencies in the world, and we need to be very mindful of the fact that, from time to time, this will happen. So we have included it in our five-part model that determines, as much as possible, where we believe the currency is going to head.

So, very quickly, our five-part model is this: First of all, energy prices; second of all, all other commodities. We're thankful to the Bank of Canada for providing us with the non-energy commodity price index. We embed that into our model. Our third element is the differential in U.S. versus Canadian short-term interest rates, and we use 90-day treasury bills as that benchmark. The fourth driver is the U.S. dollar and when there is something unique that is moving the U.S. dollar versus all other currencies. Fifth, we added a subjective element in there because in the post-crisis period of time, Canada was clearly experiencing a portfolio effect, a halo effect, that was moving portfolio money into Canadian instruments. We would say that that was a flight to quality that was happening, but it was engendered by the interests and the particular strengths that the Canadian economy had at that time.

So, to some degree, all of those elements are actually affecting the downdraft of our currency, but when we compare ourselves against other similarly placed economies, we see very little difference between our movements and the movements that they have actually experienced.

I think I'll bring my comments to a close there. Thank you.

The Chair: Thank you, Mr. Hall.

l'année, et notre objectif était d'essayer de compenser le plus possible pour ces fluctuations dans le cadre de notre plan stratégique annuel, de rajuster le tir en temps réel afin de répondre aux besoins de l'industrie canadienne.

Donc, en gros, nos prévisions se sont concrétisées. Si on compare les fluctuations de notre monnaie par rapport à d'autres devises, impossible selon moi de nier ce qui est arrivé. Les devises qui dépendent des matières premières ont effectivement connu des fluctuations, très semblables à celles subies par le dollar canadien. Nous avons tendance à nous comparer à nos voisins du sud, mais les États-Unis, le Royaume-Uni et, dans une certaine mesure, la Chine, font exception à la règle en ce moment par rapport à ce qui se passe ailleurs dans le monde. De nombreux pays ont connu une importante dépréciation monétaire dans les deux chiffres. Ce n'est donc pas seulement l'apanage du Canada; c'est un phénomène mondial déclenché par un des facteurs déterminants du cours de la monnaie. C'est peut-être le plus évident de tous, même s'il n'en a pas été question ici encore, et c'est que notre devise doit constamment se mesurer à celle des États-Unis. Certains paramètres propulsent la devise américaine à contre-sens de toutes les monnaies du monde, et nous devons toujours garder à l'esprit que cela va arriver à l'occasion. Nous l'avons donc prévu dans notre modèle en cinq volets qui nous permet de prévoir, dans la mesure du possible, les variations de la monnaie.

Donc, très rapidement, notre modèle en cinq volets se résume comme suit : premièrement, il y a les prix de l'énergie, et deuxièmement, le prix de tous les autres produits de base. Nous remercions la Banque du Canada de nous fournir l'indice des prix des produits de base non énergétiques. Nous l'intégrons à notre modèle. Troisièmement, il y a le différentiel de taux d'intérêt à court terme États-Unis-Canada, et nous employons les bons du Trésor de 90 jours comme base de référence. Le quatrième volet porte sur le dollar américain et les situations uniques qui font que le dollar américain devance toutes les autres devises. Et cinquièmement, nous avons ajouté un élément subjectif, car au cours de la période qui a suivi la crise, le Canada a clairement ressenti un effet de portefeuille, un effet de halo, qui a entraîné le mouvement des fonds des portefeuilles vers les instruments canadiens. On disait assister à une ruée vers les titres de qualité, mais ce mouvement était engendré par les intérêts et les forces particulières que présentait l'économie canadienne à ce moment-là.

Alors, dans une certaine mesure, tous ces éléments influent sur la chute du dollar canadien, mais si on compare notre économie à des économies semblables à la nôtre, il y a très peu d'écarts entre les fluctuations que notre monnaie connaît et les fluctuations des autres devises.

Je crois que je vais conclure ici. Merci.

Le président : Merci, monsieur Hall.

We'll try to keep to one question, and we'll see if we can finish everybody off and then start again. I've asked the witnesses to, in response to a question, if any of the other two wish to add, please feel free to do so so that we have some discussion among them. We're here to listen to them. We'll start with Senator Black.

Senator Black: At this moment, I have three questions, but I've heard your instruction. I'll do one and come back.

The Chair: We can compromise. Do one and, if the second one is rather quick —

Senator Black: Okay, whatever works. Gentlemen, thank you very much for being here, and thank you very much for responding so comprehensively to the questions that are on our minds and, I can assure you, are on the minds of Canadians. As you know, these hearings are televised, and people are watching very carefully because Canadians are deeply concerned about this development in our currency.

I want to try to get at today some questions that I have that perhaps are accurate and perhaps are not. I want to start with the point that has been made, principally by Mr. Hall, representing Export Development Canada, that, notwithstanding the low effect of the dollar and the dislocation and pain that that has caused to industries directly involved in that, somehow that has been balanced out by an increase in other exports. You have given examples like pharmaceuticals and others.

My general understanding from the work that I have done and have had done for me is that, in fact, the falling price of oil that has caused the falling dollar has not been reflected in a general uptake in Canadian exports as was anticipated, indeed, by the Governor of the Bank of Canada in his comments before us. Yes, it has been good for pharmaceuticals, and yes, undoubtedly it has been good for some other industries that simply don't have the economic value of the energy industry. On balance, this has not resulted in what we had expected to see. Do you agree with that?

Mr. Hall: I believe that in answering that, context is crucial.

Senator Black: Of course.

Mr. Hall: In the course of the work that I do, I get to rub shoulders with upwards of 5,000 to 6,000 exporters every year, and I'm as interested to hear what they have to say about the market as I'm hoping they are interested to hear what I have to say about the world economy. What I'm picking up anecdotally from them and what I'm seeing inside of the data is that the context that they have faced is a drought in investment and international trade activity that has been quite protracted in the post-crisis period of time. The recession left many, if not all of them, with an excess capacity that they have spent many years absorbing with whatever activity has actually come their way.

Nous allons tenter de nous limiter à une question. Nous verrons par la suite si tout le monde a eu son tour et s'il nous reste du temps pour d'autres questions. J'ai demandé aux témoins d'intervenir s'ils avaient quelque chose à ajouter à la réponse d'un de leurs collègues, de façon à favoriser la discussion entre eux. Nous sommes ici pour écouter ce qu'ils ont à dire. Sénateur Black, nous commençons avec vous.

Le sénateur Black : J'aurais trois questions à poser, mais j'ai bien compris votre directive. Je vais en poser une et attendre le prochain tour.

Le président : Nous pouvons faire des compromis. Posez votre première question, et si la deuxième est assez courte...

Le sénateur Black : D'accord, si cela vous convient. Messieurs, merci beaucoup d'être ici, et merci beaucoup de répondre à nos questions avec autant d'éloquence. Je vous assure que les choses qui nous préoccupent préoccupent aussi les Canadiens. Comme vous le savez, ces audiences sont télévisées, et les gens nous écoutent très attentivement, car les Canadiens sont profondément inquiets de ce qui se passe avec notre monnaie.

J'aimerais aujourd'hui qu'on réponde à des questions que je me pose, peut-être à tort ou à raison. Premièrement, je veux parler de l'argument présenté surtout par M. Hall, d'Exportation et développement Canada, à savoir que la hausse des autres secteurs d'exportation est en quelque sorte venue contrebalancer la chute du dollar et les bouleversements que cela a engendrés pour les industries directement concernées. Vous avez parlé du secteur pharmaceutique et d'autres.

D'après les recherches que j'ai faites et les analyses qu'on a faites pour moi, la baisse du prix du pétrole qui a entraîné la chute du dollar n'a pas donné lieu à une hausse générale des exportations canadiennes, comme l'avait prédit le gouverneur de la Banque du Canada quand il a témoigné devant le comité. Cela a effectivement été bénéfique pour le secteur pharmaceutique et d'autres industries qui n'ont tout simplement pas la même valeur économique que l'industrie de l'énergie. Dans l'ensemble, les résultats escomptés n'y sont pas. Êtes-vous d'accord avec moi?

M. Hall : Je crois que le contexte est crucial pour répondre à une telle question.

Le sénateur Black : Bien sûr.

M. Hall : Dans le cadre de mon travail, j'ai l'occasion de côtoyer plus de 5 000 à 6 000 exportateurs chaque année. Je m'intéresse autant à ce qu'ils ont à dire à propos du marché qu'ils peuvent s'intéresser, je l'espère, à ce que j'ai à dire à propos de l'économie mondiale. D'après ce qu'ils me disent, et je le vois aussi dans les données, c'est la sécheresse en matière d'investissements et d'activités commerciales internationales, un ralentissement qui a été fortement exacerbé par la période qui a suivi la crise. La récession en a laissé plusieurs, sinon tous, avec une capacité excédentaire, qu'ils ont passé de nombreuses années à tenter d'absorber.

If I were to say, from all that I have learned from them and seen in the data, what I thought was the principal cause of perhaps a greater lag in a pickup in activity, it's the ethic in investment that has been absent for quite some time. So, typically, as we measure econometrically, from a positive economic event actually happening to the point in time when a business will actually put money down and invest in equipment and in physical capital, buildings and so forth, there's usually a year to two lag in those two events happening. This time around, it's likely more protracted because of the circumstances that they faced over the last seven or so years.

The initial hit that I'm talking about is largely a margin hit to companies. Their flows have continued. Real volume activity has gone up, not as much as anticipated, but the actual monetary gain to them through the change in the currency has been in great part what has given those double-digit numbers.

What I would expect to see is that, as the expectation of the persistence of that lower currency gets embedded into companies' strategic plans, those investment plans would actually follow.

Concurrent with that, there is an American situation where they, in many industries, are at full capacity at the moment and don't have the capacity to expand as they otherwise might. We are looking at certain key investment announcements that have been made in sectors like the auto sector as evidence that what was not expected to occur is actually occurring because of capacity constraints stateside. So those are really the context pieces behind why we haven't seen the —

Senator Black: But you agree with me that we haven't seen the uptake that we would have expected?

Mr. Hall: Correct.

Senator Black: Thank you very much. I just wanted the record clear on that. We hope we do, but today we haven't.

Mr. Hall: Correct.

The Chair: Pop another one. I've only got six here out of all of us, so we have some room to manoeuvre.

Senator Black: I'd be interested in your views on what you believe is the optimum value of the Canadian dollar versus the American dollar.

Mr. Murchison: No race to the microphone. I can kick things off. My answer, I think, is a fairly simple one: We don't have a view on a fair value of the dollar. I think in the current context the most important thing to keep in mind is that based on the estimation work we've done at the Bank of Canada, the decline in the dollar that we've seen and that we each referred to in our opening remarks is well in line with the decline we've seen in commodity prices.

Si j'avais à me prononcer sur la cause première du retard de la reprise des activités, d'après ce qu'ils m'ont dit et ce que j'ai constaté dans les données, je dirais qu'il faut pointer du doigt l'absence prolongée des investissements éthiques. Donc, si on parle de mesures économétriques, il faut généralement attendre un an ou deux entre le moment où un événement économique positif se produit et le moment où l'entreprise va réellement faire une mise de fonds et investir dans l'équipement, le capital physique, les immeubles, et ainsi de suite. Cette fois-ci, c'est vraisemblablement plus long en raison des conditions dans lesquelles ils doivent évoluer depuis environ sept ans.

La cible initiale dont je parle renvoie surtout à la marge de profit des entreprises. Ils ont maintenu leur approvisionnement. L'activité chiffrable a augmenté, pas autant que prévu, mais les gains monétaires réels qu'ils ont faits grâce aux fluctuations de la devise sont en grande partie à l'origine de ces variations dans les deux chiffres.

Comme on s'attend à ce que la faible valeur du dollar persiste, les entreprises doivent en tenir compte dans leurs plans stratégiques, et je m'attends aussi à ce que les plans d'investissement suivent la vague.

En outre, bien des industries aux États-Unis fonctionnent à plein régime en ce moment et n'ont pas la capacité de prendre de l'expansion, ce qu'elles feraient peut-être autrement. Certains investissements clés annoncés dans des secteurs comme celui de l'automobile indiquent que l'inattendu est en train de se produire en raison des contraintes de capacité aux États-Unis. Ce sont les facteurs qui expliquent pourquoi nous n'avons pas...

Le sénateur Black : Mais vous êtes d'accord avec moi pour dire que la reprise attendue ne s'est pas produite?

M. Hall : C'est exact.

Le sénateur Black : Merci beaucoup. Je tenais simplement à préciser ce point. Nous l'espérons toujours, mais cela ne s'est pas encore produit.

M. Hall : C'est vrai.

Le président : Vous pouvez en poser une autre. Nous ne sommes que six aujourd'hui, alors nous avons un peu de marge de manœuvre.

Le sénateur Black : J'aimerais savoir quelle est la valeur optimale du dollar canadien par rapport au dollar américain, selon vous?

M. Murchison : Personne ne se précipite sur le micro. Je peux commencer. Je crois que ma réponse sera assez simple : nous ne pouvons pas dire ce que serait la juste valeur du dollar. Dans le contexte actuel, la chose à se rappeler avant tout est que selon les estimations de la Banque du Canada, la chute du dollar, à laquelle nous avons tous fait référence dans nos introductions, concorde tout à fait avec la baisse des prix des produits de base.

There's a great deal of emphasis on the fall in the price of energy, and that is the biggest component of the decline, but it is somewhat more general than that — the overall decline in the terms of trade. We see the two as being broadly consistent in terms of the dynamics that we've seen over the course of 2015.

Senator Black: We understand the dynamic. I'm interested in your view of what the optimum is. If you were the boss of the world, what is best for the Canadian economy? Are we happy where we are now at 72 cents? Are we happier at 69? Would we rather see it go to 59? Would we rather be at 84? What do you think?

Mr. Murchison: It's important to keep in mind that there's a whole myriad of factors — we refer to them in the opening statements — that determine the value of the dollar. Those are constantly changing. You can't think of it as being a static thing. Even in our models that we use at the bank, where we say, "What's the long-run value that the dollar would eventually go to if all other things were unchanged," it jumps around. There's a tremendous amount of volatility in it. So the bottom line is we don't have a number.

[*Translation*]

Senator Bellemare: We are currently experiencing a supply shock, with the situation related to the price of an oil barrel, as oil-producing countries have decided to increase the production supply. This is a bit different from the supply shock in 1976, when the price of oil increased significantly, leading to a rise in inflation. I remember that period very well. The supply shock led to inflation and unemployment at the same time. The unemployment rate increased substantially. As it was an inflation shock, the bank increased interest rates. Some of those watching us will remember the mortgage rates of 18 per cent to 20 per cent in Quebec — a pretty extraordinary situation.

This is a very different supply shock. The drop in the price of oil is coupled with a major decline in the Canadian dollar. Mr. Murchison, you reassured me by saying that the current effect on inflation is from 0.9 to 1.1 percentage points. However, let's assume it was higher, in the context of the current global economy. We know that China's growth has slowed down. The global context is also not very stimulating for the demand. We have a supply shock and a demand shock. Could we experience a shock with an inflation rise higher than your targets? Could the employment rate decrease and, in circumstances where you are targeting inflation, could you increase the interest rate? The Canadian economy may have a hard time making the necessary adjustments to diversify its economic structure. Can you comment on that?

On insiste beaucoup sur le déclin du prix de l'énergie, et c'est le principal facteur de la baisse du dollar, mais il n'y a pas que cela. Le commerce en général est en baisse. Ces deux éléments sont largement complémentaires si on en croit la dynamique observée tout au long de 2015.

Le sénateur Black : Nous comprenons la dynamique. J'aimerais avoir votre point de vue sur ce que serait la valeur optimale du dollar. Si vous étiez le roi du monde, qu'est-ce qui serait le mieux pour l'économie canadienne? Sommes-nous satisfaits à 72 cents? Le serions-nous plus à 69 cents? Faudrait-il descendre à 59 cents? Est-ce que ce serait préférable de voir le dollar à 84 cents? Qu'en pensez-vous?

M. Murchison : Il est important de se rappeler qu'une multitude de facteurs — nous en avons parlé dans nos commentaires préliminaires — déterminent la valeur du dollar. Et ces facteurs changent constamment. Il n'y a rien de statique dans ce domaine. Même les modèles utilisés par la banque, qui s'appuient sur la présomption que rien d'autre ne va changer pour déterminer la valeur à long terme du dollar, varient constamment. Ces prévisions sont extrêmement volatiles. Au final, nous ne pouvons pas vous donner de chiffre.

[*Français*]

La sénatrice Bellemare : Nous vivons actuellement un choc de l'offre, avec la situation liée au prix du baril de pétrole, étant donné les décisions prises par les pays producteurs de pétrole d'augmenter l'offre de production. C'est un peu différent du choc de l'offre qu'on a vécu en 1976, où le prix du pétrole avait beaucoup augmenté, ce qui avait occasionné une poussée de l'inflation. Je me souviens très bien de cette période où, suite au choc de l'offre, nous avions eu simultanément de l'inflation et du chômage. Les taux de chômage avaient alors augmenté de façon très importante. Comme il s'agissait d'un choc inflationniste, la banque avait augmenté les taux d'intérêt. Certaines personnes qui nous écoutent se souviendront des taux hypothécaires de 18 à 20 p. 100 au Québec, une situation assez extraordinaire.

Il s'agit ici d'un choc de l'offre très différent. La baisse du prix du pétrole s'accompagne d'une baisse importante du dollar canadien. Vous m'avez rassurée, monsieur Murchison, en me disant que l'effet sur l'inflation, à l'heure actuelle, se situe de 0,9 à 1,1 point de pourcentage. Toutefois, supposons que ce soit plus élevé, dans le contexte de l'économie mondiale actuelle. La Chine, on le sait, a ralenti sa croissance. Nous avons aussi un contexte mondial qui ne stimule pas beaucoup la demande. Il y a un choc de l'offre et un choc de la demande. Risquons-nous de vivre un choc avec une hausse de l'inflation supérieure à vos cibles? L'emploi risque-t-il de diminuer et, dans les circonstances où vous ciblez l'inflation, y a-t-il un risque que vous augmentiez le taux d'intérêt? L'économie canadienne aurait peut-être alors de la difficulté à faire les ajustements nécessaires en ce qui concerne la diversification de sa structure économique. Pouvez-vous nous offrir vos commentaires?

Mr. Murchison: Your question is very relevant. The difference between 2016 and other eras when we experienced supply shocks is that the anticipation of inflation in Canada is now well ingrained. In the past, there would initially be an inflation reaction. However, over time, the impact on inflation has increased. That is not at all what we are currently seeing or what we have seen since we established our inflation target.

When we look at the difference between the total CPI, which includes the price of oil, and our measure of the tendency, we see that, when there is a shock or a movement in the price of oil, the impact on the total CPI is strictly temporary. If we look at the year-to-year data, we see that the impact lasts about one year, and then the figures drop again. That means it is not reflected in market expectations. That is what we mean when we say that Canada's monetary policy is credible.

I would add that the governor, as the bank is remaining highly vigilant, pointed out at the press conference held in the wake of our January report that there is always a risk. When a very high exchange rate experiences very quick movements, there is always a risk it will start to be incorporated into the expectations in terms of inflation and total CPI. We are closely monitoring that phenomenon. However, we have a number of anticipative measures for market companies and we are not seeing anything in the data so far.

Senator Bellemare: I have another question. In summary, we may think that the Bank of Canada would be accommodating, in terms of the upcoming fiscal spending, so as to stimulate the economy somewhat and foster diversification of the economy in the context of major infrastructure projects.

Mr. Murchison: We have lowered the policy rate twice by 25 basis points. The governor mentioned that it is currently difficult to anticipate what will show up in the budget. That is indeed a growing risk, as we did not take it into account in our forecasts. Once we have updated our forecasts, in April, we will have more information. It seems premature to guess at what will happen. It is preferable to wait.

Senator Maltais: I have two short questions. Much is being attributed to the declining price of oil. However, that is not the only reason the Canadian economy is sluggish, you will agree.

When it comes to metals, iron and zinc exports have dropped off precipitately. The price of aluminum is at its lowest, given the cost of energy. I am talking about aluminum because 95 per cent of aluminum plants are located in the St. Lawrence Valley, in Quebec. The price of bauxite is rising. Energy costs are high. However, in China, the cost of bauxite is low, and energy comes

M. Murchison : Votre question est très pertinente. La différence entre 2016 et les autres époques où nous avons vécu des chocs de l'offre est que l'anticipation de l'inflation au Canada est maintenant bien ancrée. Dans le passé, il y avait initialement une réaction d'inflation. Toutefois, avec le temps, l'impact sur l'inflation a augmenté. Ce n'est pas du tout ce qu'on voit maintenant ni ce qu'on a vu depuis l'établissement de notre cible pour l'inflation.

Lorsqu'on examine la différence entre l'IPC global, qui comprend le prix de l'essence, et notre mesure de la tendance, on remarque que, quand il y a un choc ou un mouvement du prix du pétrole, il y a un impact sur l'IPC global qui est strictement temporaire. Si on regarde les données, d'une année à l'autre, on voit que la durée est d'environ un an, puis les chiffres baissent à nouveau. Cela veut dire que ce n'est pas reflété dans les anticipations du marché. Lorsqu'on dit que la politique monétaire au Canada est crédible, c'est ce que cela signifie.

J'ajouterais que le gouverneur, étant donné que la banque reste très vigilante, a souligné, lors de la conférence de presse donnée à la suite de notre RPM de janvier, qu'il y a toujours un risque. Lorsqu'il y a un mouvement du taux de change qui est très élevé ou un mouvement très rapide, il apparaîtra toujours dans l'inflation et dans l'IPC global un risque que cela commence à être incorporé dans les anticipations. C'est un phénomène que nous surveillons de très près. Toutefois, nous avons plusieurs mesures d'anticipation des entreprises du marché et nous ne voyons absolument rien dans les données jusqu'à maintenant.

La sénatrice Bellemare : J'aurais une question complémentaire. En résumé, on peut penser que la Banque du Canada sera accommodante, par rapport aux dépenses fiscales qui s'en viennent, pour relancer un peu l'économie et favoriser la diversification de l'économie dans le contexte des grands projets d'infrastructure.

M. Murchison : Nous avons baissé à deux reprises le taux directeur de 25 points de base. Le gouverneur a mentionné qu'il est difficile, à ce point-ci, de prévoir ce qui figurera dans le budget. Effectivement, il s'agit d'un risque à la hausse, parce que nous n'avons pas tenu compte de cela dans nos prévisions. Lorsque nous mettrons à jour nos prévisions, au mois d'avril prochain, nous aurons plus d'information. Il semble imprudent de deviner ce que ce sera. Il est préférable d'attendre.

Le sénateur Maltais : J'ai deux courtes questions. On attribue beaucoup de choses à la baisse du prix du pétrole. Toutefois, ce n'est pas la seule raison pour laquelle l'économie canadienne régresse, vous en conviendrez.

Lorsqu'on parle des métaux, les exportations de fer et de zinc ont diminué de façon vertigineuse. Le prix de l'aluminium est à son plus bas, étant donné le coût de l'énergie. Je parle de l'aluminium, parce que 95 p. 100 des alumineries sont situées dans la vallée du Saint-Laurent, au Québec. Le prix de la bauxite est à la hausse. Les coups en énergie sont élevés. Or, en Chine, le

from coal, which is much less expensive and more polluting, and China is dumping on the international market. We cannot do the same in Canada.

Yes, the price of oil is dropping. However, what about our grain exporters? That market is currently profitable for Canada. We are not paid in pesos, but in U.S. dollars, and a balance is established. I think that oil has a direct impact, as it generates exceptional revenues. However, I do not think we should sacrifice the Canadian economy for one factor. What do you think?

Mr. Murchison: As I said in response to another question, the dollar is not depreciating only because of the drop in the price of oil. The depreciation is more due to the generally decreasing price of commodities. Other factors, such as the drop in the price of metals, affect the dollar. It is not just about the price of oil, but also about our exports of commodities.

Data is data, and I agree, as you noted, that there is definitely an oversupply of certain commodities, such as metals. Let's consider that factor, combined with the fact that the Chinese economy is experiencing a slight downturn. Those two factors combined largely explain the cause of the drop.

Senator Maltais: I agree with you. China's economy has slowed down. However, it went from 15 per cent to 6.5 per cent. Many OECD countries would gladly take that kind of gross domestic product growth. China is experiencing a downturn, but the situation is not catastrophic. I just came back from a trip to China, and things are far from being catastrophic. Clearly, with 1.6 billion people, a drop of 6 per cent, 7 per cent or 8 per cent in the gross domestic product calms things down and negatively affects international markets.

My last question is about consumers, who are an important factor. Apparently, the price of fruits and vegetables from abroad is a heavy burden on a five-person family's food basket. Will families be able to cope with this situation much longer, or must we wait for our salads to bloom? What will happen from now until May?

Mr. Murchison: As I said in the beginning, it is true that households are going through hard times, especially those who buy more fruits and vegetables, and even more so since it is winter, as our exports are higher in the winter than in the summer.

What you are saying is very true. The only thing I can add is that we have to look at the situation from both sides. On the one hand, with the dollar's depreciation, the price of our fruits and vegetables is much higher, and that is reflected in the total CPI. On the other hand, the price of oil has decreased significantly.

coût de la bauxite est bas, l'énergie est produite par le charbon, qui est beaucoup moins onéreux et plus polluant, et la Chine fait du dumping sur le marché international. Au Canada, nous ne pouvons en faire autant.

Oui, le prix du pétrole est à la baisse. Toutefois, qu'en est-il de nos exportations de céréales? Ce marché est rentable pour le Canada à l'heure actuelle. Nous ne sommes pas payés en pesos, mais en dollars américains, et un équilibre est réalisé. Le pétrole, à mon avis, a une incidence directe, car il génère des revenus exceptionnels. Cependant, je ne crois pas que l'on doive sacrifier l'économie canadienne pour un seul facteur. Qu'en pensez-vous?

M. Murchison : Comme je l'ai mentionné en réponse à une autre question, la raison pour laquelle il y a une baisse du dollar, ce n'est pas seulement à cause de la baisse du prix du pétrole; c'est davantage à cause du prix des matières de base de façon générale. D'autres facteurs ont un effet sur le dollar, comme la baisse du prix des métaux. Ce n'est pas seulement une question du prix du pétrole; il s'agit aussi de nos exportations de matières de base.

Les données sont les données, et je suis d'accord, comme vous l'avez noté, qu'il y a certainement une offre excédentaire pour certaines matières de base, comme les métaux. Prenons ce facteur, conjugué au fait qu'il y a eu un léger ralentissement de l'économie en Chine. Si l'on combine ces deux facteurs, cela explique l'origine de la baisse en grande partie.

Le sénateur Maltais : Je suis bien d'accord avec vous. L'économie de la Chine a ralenti, soit. Toutefois, de 15 p. 100, elle est tombée à 6,5 p. 100. Plusieurs pays de l'OCDE se contenteraient volontiers de cette croissance du produit intérieur brut. La Chine accuse un ralentissement, mais la situation n'est pas catastrophique. Je reviens tout juste d'un voyage en Chine, et les choses sont loin d'y être catastrophiques. Il est évident que, avec 1,6 milliard d'habitants, lorsqu'il y a une baisse de 6, 7 ou 8 p. 100 du produit intérieur brut, cela calme les ardeurs et dérange les marchés internationaux.

Ma dernière question concerne les consommateurs, un facteur très important. Présentement, le prix des fruits et légumes qui proviennent de l'étranger pèse lourdement sur le panier de provisions pour une famille de cinq personnes. Les familles seront-elles en mesure de supporter cette situation encore bien longtemps, ou bien faut-il attendre que nos salades fleurissent? Comment les choses se dérouleront-elles d'ici le mois de mai?

M. Murchison : Comme je l'ai mentionné au début, il est vrai que les ménages traversent des temps difficiles, surtout ceux qui achètent davantage de fruits et de légumes, d'autant plus que cette situation arrive en hiver, alors que nos exportations sont plus élevées en hiver qu'en été.

Ce que vous dites est tout à fait juste. La seule chose que je peux ajouter est qu'il faut examiner la situation des deux côtés. D'une part, étant donné la dépréciation du dollar, le prix de nos fruits et légumes est beaucoup plus élevé, et cette situation est bien reflétée dans l'IPC global. D'autre part, le prix de l'essence a

When we try to calculate the purchasing power of an average household, the two factors are not far from being equal.

Senator Maltais: That means that, as of June, for example, imports of fresh fruits and vegetables will decrease.

[*English*]

Senator Tannas: I have questions around the impact of financial markets in general. Again, because Canadians watching and many are postulating lots of different theories, I would like to get your input as to some of the potential impacts that might be there and what your view is of them, of speculation and short selling. Does that kind of activity, speculation and short selling of the Canadian dollar, have any sustained impact on our exchange rate, first of all?

Second, in the same fashion that happens in equity markets, where there is a tracking mechanism for short sales and the increasing or unwinding of that, do you monitor that? Are there mechanisms by which you monitor how much folks are leaning in on our currency?

Also, on top of that, because it's related, what about the hedging activity of Canadian exporters to try and protect this spread that we have right now? Does that have any impact on the currency? If so, is it a sustained impact?

Finally, with respect to bond sales by both governments and by corporations, when we see this kind of currency volatility, if you will, for Canada, do you have any estimate as to what the interest costs might be in bond sales in terms of the premium interest that's paid on bonds denominated in Canadian dollars because of currency concerns?

Mr. Hall: I will give Mr. Murchison a break here for a couple of minutes at least and go back to the same way that I answered the first question that was posed and say context is everything.

For some time at Export Development Canada, we have been tracking what we believe has been a grand distortion in financial markets that has persisted since the crisis occurred and extraordinary stimulus came into place. The coincidence of massive fiscal stimulus and quantitative easing was, arguably, much written about, very little practised; so some of the unintended consequences of what has generally been a successful policy are what we're dealing with now.

It was our considered opinion as far back — I think it's documented — as the fourth quarter of 2011 that a tremendous amount of financial market distortion was going on at that time. Unfortunately, in my view, it didn't register at the time.

diminué de façon importante. Lorsqu'on essaie de calculer le pouvoir d'achat pour la moyenne des ménages, les deux ne sont pas loin d'être égaux.

Le sénateur Maltais : Cela signifie que, à partir de juin, par exemple, les importations de fruits et de légumes frais vont diminuer.

[*Traduction*]

Le sénateur Tannas : J'ai des questions à vous poser concernant les répercussions des marchés financiers en général. Encore une fois, parce que les Canadiens sont à l'écoute et que bien des théories sont véhiculées, j'aimerais avoir vos commentaires sur les répercussions possibles et savoir ce que vous pensez des spéculations et des ventes à découvert. Premièrement, est-ce que ce genre d'activités, les spéculations et les ventes à découvert du dollar canadien, ont des répercussions soutenues sur notre taux de change?

Deuxièmement, assurez-vous un suivi, à l'instar des marchés boursiers, où un mécanisme permet de suivre les ventes à découvert et les hausses et les baisses connexes? Y a-t-il des mécanismes en place pour surveiller tout cela?

Aussi, parce que tout est relié, qu'en est-il des activités de couverture des exportateurs canadiens qui cherchent à protéger l'écart que nous avons en ce moment? Est-ce que cela a des répercussions sur la devise? Et si oui, est-ce qu'il s'agit de répercussions soutenues?

Et finalement, en ce qui concerne les ventes d'obligations par les gouvernements et les sociétés, avec la volatilité du taux de change pour le Canada, avez-vous une idée de ce que coûteront les intérêts sur les obligations émises en dollars canadiens?

M. Hall : Je vais permettre à M. Murchison de faire une pause d'au moins quelques minutes, et je vous répondrai de la même façon que j'ai répondu à la première question : tout est dans le contexte.

Depuis un certain temps, Exportation et développement Canada assure le suivi de ce qu'on croit être une grande distorsion des marchés financiers, qui persiste depuis le début de la crise et l'adoption des extraordinaires mesures de relance. On a beaucoup parlé de l'adoption parallèle et massive d'incitatifs financiers et de mesures d'assouplissement quantitatif, mais ces choses ont très peu servi; c'est en partie les conséquences inattendues d'une politique généralement efficace qui sont à pointer du doigt pour ce que l'on connaît aujourd'hui.

Au quatrième trimestre de 2011, et je crois que c'est documenté, nous avons déterminé qu'il y avait énormément de distorsion des marchés financiers. Malheureusement, je crois que notre constatation n'a pas eu les échos qu'elle méritait à l'époque.

But inside of commodity markets it was quite evident that something unusual was happening. Usage rates were down, inventories were high and rising — and they were extraordinary in some cases — yet prices remained high. That shouldn't happen. So that was a signal that something was going amiss or awry with the pricing of financial market instruments. I think it was a clue that, on a number of counts, such as stock markets, currencies, carry trade plays, bond markets — at one point in time, Zambia's interest rates on its bonds were lower than Spain's, and the risk profile of those two different countries did not justify that. We lumped that together with what was happening in commodities and what was happening in the riskier end of bond markets on the corporate side of things and judged that the excessive amount of liquidity was making its way into the market in extraordinary ways, and wave after wave of liquidity was persisting or was causing the persistence of this mirage inside of markets. We also reasoned that at the moment this excessive liquidity was not needed anymore, there would be a great unwind.

Par contre, dans les marchés des produits de base, il était on ne peut plus évident que quelque chose d'inhabituel était en train de se passer. Les taux d'utilisation étaient à la baisse, les inventaires étaient élevés et ne cessaient de croître — dans certains cas, les inventaires étaient extraordinairement hauts —, et pourtant, les prix demeuraient élevés. Ce n'est pas ainsi que cela devrait se passer. C'était donc un signe que quelque chose n'allait pas avec les prix des instruments des marchés financiers. Plusieurs éléments, comme les marchés boursiers, les taux de change, les achats sur fonds empruntés et les marchés d'obligations, supposaient des anomalies. À un moment donné, les taux d'intérêt des obligations de la Zambie étaient plus bas que ceux de l'Espagne, et selon les profils de risque respectifs de ces deux pays, ce n'était pas justifié. En combinant cela à ce qui se passait avec les produits de base et avec les transactions plus risquées des marchés d'obligations du côté des sociétés, nous avons conclu que le montant excessif de liquidités se frayait un chemin de formidable façon dans le marché. Des vagues successives de liquidités ont fait en sorte que le mirage a persisté au sein des marchés. Nous avions aussi avancé que dès que cette quantité excessive ne serait plus nécessaire, il y aurait toute une débâcle.

I would say almost right on time — when it became obvious that there was forward pricing anticipating the Fed's move — all four of those grand categories started either going into a period of volatility or were outright unwinding. That is the context that we see around this. We are still just counting the days after the Fed's move — probably the most anticipated economic event in the last five to six years.

Presque à point nommé — quand il est devenu évident que la fixation des prix à terme se faisait en prévision de l'intervention du gouvernement fédéral —, les quatre grandes catégories sont entrées dans une période de volatilité ou ont carrément amorcé leur descente. C'est ce contexte qui influe sur ce qui arrive aujourd'hui. On compte encore les jours qui ont suivi l'intervention du gouvernement fédéral — probablement l'événement économique le plus attendu des cinq ou six dernières années.

I would say yes, absolutely, there is a grand short that is going on in marketplaces because, if you have been out of equilibrium for six to seven years inside certain markets, the market doesn't actually know and has lost the concept of what their anchor is regarding equilibrium pricing. They are trying to determine that at the moment. Many statistics are being used to justify whether it is at this level or at another level, or whether there could be a rebound, or what have you. Our reasoning would say that this is a period of time when the market will push the lower limits on a number of different counts. Our history has shown that there is actually a mild rebound that happens after that. I am getting into forecasting now, but that is our best estimation of what is actually going on at the moment.

Alors oui, il y a absolument un grand vide dans les marchés, parce que cela fait six ou sept ans que l'équilibre n'y est pas; on ne sait plus ou on a oublié ce qu'était le pilier de l'équilibre des prix. Les marchés tentent de retrouver cet équilibre en ce moment. On avance bien des statistiques pour tenter de justifier les niveaux actuels ou de déterminer s'il y aura un redressement ou autre chose encore. Selon notre raisonnement, les marchés vont repousser les limites inférieures à différents égards. L'histoire nous a montré qu'une telle période est effectivement suivie d'un léger redressement. Je m'aventure dans le domaine des prévisions, mais c'est là notre meilleure estimation de ce qui se passe actuellement.

To answer another of your questions on hedging activity, I believe that is part of the reason that we haven't actually seen some of the positive effects of a lower currency get into the marketplace at the moment, because contracts, hedging and different instruments that just-in-time global supply chains have to employ in order to maintain stability have put an additional rigidity into the market that hasn't permitted the full benefits of a lower currency to the extent that we anticipate it will continue for a while — the full benefits of that to accrue on the exporting side of things.

Pour répondre à votre question sur les opérations de couverture, je crois que c'est l'une des raisons pour lesquelles nous n'avons toujours pas observé les effets positifs de la faiblesse du dollar sur le marché, parce que les contrats, les fonds de couverture et les divers instruments que les chaînes d'approvisionnement mondiales juste à temps doivent utiliser pour maintenir la stabilité confèrent une rigidité supplémentaire au marché, qui ne permet pas de tirer pleinement avantage de la faiblesse de la devise, si bien qu'on s'attend à ce que la situation perdure un certain temps, c'est-à-dire qu'il faudra du temps avant que tous les avantages de la situation favorisent les exportations.

Yes, those hedges are in place — from what we can see and from what we can measure in export markets — and they are being employed as a means of guarding against volatility.

Senator Tannas: Thank you.

The Chair: Mr. Murchison or Mr. King, do you wish to add anything to that?

Mr. King: I think figure 3 of the opening remarks I handed out to you shows you the growth in exports mapped against the level of the dollar. There is a six-quarter lag where you get a fairly strong association. This is just the actual realization of some of the things that were mentioned — contracts and hedging — and the fact that it takes time.

Just because the dollar goes down doesn't mean your sales instantly start to pick up. There is some work to be done; you have to get back into the global supply chain.

Senator Tannas: You are saying that while there may be a lag, the amount of speculation, sentiment and so on eventually gets squished out just by the sheer size of the amount of exchange of real goods and real currency for real value and that it may artificially go a little longer, or be a little shorter, but in any kind of sustained period the effect is nominal. Is that what you are saying?

Mr. King: I think so. Ultimately, if you keep betting on one side and keep getting it wrong, you start betting on the other side. The fundamentals do go through.

This touches on the question about bonds as well. Canadian bonds are highly in demand. The yields are very low because everyone wants to buy them still. That is a reflection of the fundamentals that we have — a good fiscal position, a very well-educated population and a high employment-to-population ratio, and a well- diversified economy. Beyond the shock to oil, which is big and is definitely difficult for people across the regions, these fundamentals are reflected in the fact that the rest of the world still wants —

Senator Tannas: We have not seen any difference in the spreads between us and the U.S. as a result of our volatility?

Mr. King: No. Canada is still very much seen as a safe haven and a good place to invest.

Senator Tannas: Great. Thank you.

[*Translation*]

Senator Massicotte: I want to thank the witnesses for joining us this afternoon.

Il y a donc effectivement des opérations de couverture — d'après ce que nous pouvons observer et mesurer dans les marchés d'exportation — et elles servent à nous prémunir contre la volatilité.

Le sénateur Tannas : Merci.

Le président : Monsieur Murchison ou monsieur King, souhaitez-vous ajouter quelque chose?

M. King : Je pense que le graphique qu'on trouve à la figure 3 de mon mémoire illustre bien la croissance des exportations par rapport au niveau du dollar. Il y a un décalage de six trimestres qui nous permet de faire un lien assez fort. C'est l'illustration concrète de certains des phénomènes que je viens de mentionner (les contrats et les opérations de couverture), parce qu'il faut du temps avant que l'effet se fasse ressentir.

Ce n'est pas parce que le dollar s'affaiblit que les ventes vont instantanément commencer à augmenter. Il y a un travail qui doit être fait; il faut intervenir dans la chaîne d'approvisionnement mondiale.

Le sénateur Tannas : Vous avez dit que même s'il y a un décalage, toute la spéculation, l'émotivité et le reste ont un effet assez minime sur une période prolongée, compte tenu de l'énorme volume d'échange de biens et de devises réels à une valeur réelle et que cette conjoncture peut artificiellement être portée à durer un peu plus ou moins longtemps. Est-ce bien ce que vous dites?

M. King : Je pense que oui. Un moment donné, si l'on parie constamment sur une chose, mais qu'on se trompe toujours, on finit par parier sur son contraire. Les principes fondamentaux finissent par prévaloir.

Cela nous amène à la question des obligations. Les obligations canadiennes sont très en demande. Les rendements sont très bas, parce que tout le monde veut quand même en acheter. Cela démontre bien la dynamique fondamentale : nous sommes dans une bonne position financière, nous avons une population très éduquée, un fort ratio emploi-population et une économie diversifiée. Malgré le choc pétrolier, qui est grand et qui est indéniablement difficile à absorber pour les gens de diverses régions, ces éléments fondamentaux demeurent, puisque le reste du monde continue de vouloir...

Le sénateur Tannas : Il n'y a pas de différence dans les répartitions entre le Canada et les États-Unis en raison de la volatilité de notre dollar?

M. King : Non. Le Canada est toujours largement perçu comme un refuge sûr et un bon endroit où investir.

Le sénateur Tannas : Très bien. Merci.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Je remercie les témoins d'être présents avec nous cet après-midi.

[*English*]

Obviously, we hear you. We have read about this. There is no surprise about what you are telling us. The world sees us as a commodity country, and our relative interest rates hurt our dollar.

I am sure you can appreciate that to the consumer, to the business person that tries to manage their business, to the employee caught in Alberta, this is an immense setback in their life and in their employment situation. They need a comfort, which is partially why we have these sessions. It is a comfort to say, "All this is okay. It is scary and it is an immense change, but someone is in control."

The governor has been frank at the Bank of Canada. He has actually said that the models we have used in the past are not proving to be very accurate. He is pretty frank in saying that. Many of the projections that were made in the last six or seven years proved to be wrong. Why? All this change and it looks like we are a loose ship in a storm. Where do we get confidence after the fact? It is like sports. Everyone has a good answer, but nobody can predict the future; nobody knows for sure. Is everything okay? Do we have the right people at the helm? What is going on?

Mr. Hall: If I may, in answer to that, when the crisis actually happened — and it's amazing how quickly this is lost to all of us — Canada was looked upon as the model economy in the OECD. Because the crash happened, the nominal value of our exports went down. We lost a quarter of our exports almost overnight. Normally, that would be enough to bring our entire economy to its knees. However, when stimulus was actually unleashed on the Canadian economy, that came together with very well-managed fiscal policy, a banking system that all of a sudden was on the radar screens of everyone around the world, and they were looking to the overseers of our banking system to guide everyone else on how to reregulate an international system. So there were a number of Canadians that were prominent on international committees to advise them on that.

There were two key strengths: We had the resources that the rest of the world wanted — and they still wanted them back then in much greater quantities — and we had a domestic economy that was fundamentally strong. This was the Canada of then. We see an upheaval that is taking a hold of our economy at the moment, but those fundamental strengths remain there.

If we find any comfort at the moment embedded in my response to the previous question, it is that what is actually happening turbulence-wise out there is not a result of the world re-weakening. It is actually a function of the world getting back to growth again. The Fed is raising rates because of the fundamental strengths inside of the U.S. economy and the fact that they are

[*Traduction*]

Évidemment, nous entendons ce que vous dites. Nous avons lu sur le sujet. Vos propos ne nous étonnent pas. Le monde nous voit comme un pays producteur de produits de base, et nos taux d'intérêt relatifs perturbent notre dollar.

Je suis certain que vous pouvez comprendre que pour le consommateur, pour l'entrepreneur qui essaie de gérer son entreprise, pour l'employé qui peine en Alberta, c'est un immense recul dans la vie en général et sur le plan professionnel. Ils ont besoin d'être rassurés, et c'est en partie pourquoi nous tenons ces séances. C'est rassurant de dire : « Ça va. La situation fait peur et représente un immense changement, mais il y a quelqu'un qui maîtrise la situation. »

Le gouverneur de la Banque du Canada a été franc. Il a dit que les modèles que nous utilisions jusqu'ici ne semblent pas très exacts. Il fait preuve d'une grande franchise en le disant. Bon nombre des prévisions faites au cours des six ou sept dernières années ne se sont pas réalisées. Pourquoi? Tout change, et nous avons l'air d'un bateau à la dérive en pleine tempête. Qu'est-ce qui peut nous redonner confiance après tout cela? C'est comme dans le sport. Tout le monde a une bonne réponse, mais personne ne peut prédire l'avenir; personne ne peut en être certain. Est-ce que tout va bien? Avons-nous les bonnes personnes à la barre? Qu'est-ce qui se passe?

M. Hall : Si je peux répondre à cette question, quand la crise a éclaté — et c'est incroyable de penser à la vitesse à laquelle nous avons tant perdu — le Canada était perçu comme le modèle économique de l'OCDE. Après cet effondrement, la valeur nominale de nos exportations a chuté. Nous avons perdu le quart de nos exportations presque du jour au lendemain. Normalement, ce serait suffisant pour compromettre toute notre économie. Cependant, diverses mesures ont été prises pour stimuler l'économie canadienne, parallèlement à la mise en œuvre d'une politique financière très bien gérée, et soudainement notre système bancaire est apparu sur les écrans radar partout dans le monde, et les gens se sont immédiatement tournés vers les ténors de notre système bancaire, pour guider le monde entier sur la façon de rétablir un système international par la réglementation. Il y a donc des Canadiens qui ont joué un rôle de conseillers de premier plan au sein de comités internationaux.

Il y a deux éléments clés qui ont joué : nous avions des ressources que le reste du monde voulait — et ils en voulaient encore à l'époque en quantité bien plus grande — et nous avions une économie nationale fondamentalement forte. C'était le Canada à ce moment-là. Il y a des bouleversements qui secouent notre économie en ce moment, mais ces forces fondamentales sont toujours là.

Si ma réponse à la question précédente peut nous rassurer, c'est parce que les turbulences qui s'observent en ce moment ne découlent pas d'un nouveau ralentissement mondial. Elles viennent plutôt du fait que la croissance reprend dans le monde. La Réserve fédérale américaine augmente ses taux en raison des forces fondamentales propres à l'économie américaine et du fait

bumping up against some severe capacity constraints. It is the transmission of that growth to the rest of the world that is maybe taking a bit longer than we are comfortable with, but there is evidence of the transmission of that growth to the other big, rich block of economies in the world — the Western European economies that are growing ahead of their growth potential quite consistently on a quarter-by-quarter basis, which has been going on for five quarters now. And there is evidence that, outside of China, smaller emerging markets are participating in that growth as well.

qu'elle se heurte à de grandes contraintes sur le plan de la capacité. L'émulation de cette croissance dans le reste du monde prend peut-être un peu plus de temps que nous le voudrions, mais tout montre que la croissance reprend aussi dans les autres grands blocs économiques riches du monde : les économies de l'Europe de l'Ouest connaissent une croissance supérieure à leur potentiel de croissance, trimestre après trimestre, depuis déjà cinq trimestres. On voit aussi qu'outre la Chine, les petits marchés en émergence participent aussi à cette vague de croissance.

Senator Massicotte: I hope you are right. I am not the expert that you are, but I don't get that feeling. Looking at the Federal Reserve in the last little while, they bumped up rates. I think the vice-chair of the Fed said this past week, "We're not sure about the next," because they had planned some more increases. England was doing well; now it isn't. Brazil and Russia have significant downturn. In China, the growth came in two percentage points less than they were hoping.

Le sénateur Massicotte : J'espère que vous avez raison. Je ne suis pas aussi expert que vous en la matière, mais ce n'est pas mon impression. J'observe la Réserve fédérale, et depuis quelque temps, elle augmente ses taux rapidement. Je pense que le vice-président de la Réserve a dit, la semaine dernière, qu'il n'était pas encore sûr de ce qui se passerait pour le prochain taux, parce qu'ils prévoient d'autres augmentations. L'Angleterre se portait bien, mais ce n'est plus aussi vrai maintenant. Le Brésil et la Russie connaissent un ralentissement important. En Chine, la croissance affiche deux points de pourcentage de moins que ce que ses dirigeants espéraient.

I hope you are right, but I have to tell you that from what I read, there is an immense uncertainty, and many experts are writing to say maybe the old economic model is not working. We have concentrated on controlling inflation. We didn't care about the dollar, but maybe 10 years from now we will write that we need a new theory. Now we have a new one. The old one was erased, like controlling of money supply.

J'espère que vous avez raison, mais je dois vous dire que d'après mes lectures, il y a énormément d'incertitude et beaucoup de spécialistes écrivent que l'ancien modèle économique ne fonctionne peut-être plus. Nous nous concentrons sur la maîtrise de l'inflation. Nous ne nous sommes pas souciés du dollar, mais il se pourrait bien que dans 10 ans, nous écrivions que nous avons besoin d'une nouvelle théorie. En voici une nouvelle, l'ancienne a été mise au rancart, notamment pour ce qui est du contrôle de la masse monétaire.

It is not comforting. I read a lot, but it is not comforting. Many experts, as you know, are predicting catastrophes. I hope you are right, but the emerging countries are not doing very well.

Ce n'est pas rassurant. Je lis beaucoup, mais ce n'est pas rassurant. Comme vous le savez, beaucoup d'experts prédisent des catastrophes. J'espère que vous avez raison, mais les pays en émergence ne se portent pas très bien.

Mr. Hall: Yes, we are fundamentally weaker as a world economy now structurally because of all that we have been through, from the great recession through the weak years of world growth. So are we back to a structurally sound position that we might have seen in the early new millennium that would be the superstructure for a protracted period of very strong growth? No. We are still in repair mode. So add a fair amount of turbulence to world markets that is not well understood, and, yes, confidence, all of a sudden, can be a very big determinant of where we go forward.

M. Hall : En effet, l'économie mondiale est fondamentalement plus faible qu'elle ne l'était, structurellement, en raison de tout ce que nous avons vécu, de la grande récession jusqu'aux années de faible croissance mondiale. Avons-nous retrouvé la solidité structurelle du début des années 2000 qui serait la superstructure d'une période prolongée de très forte croissance? Non. Nous sommes encore en train de nous rétablir. Ajoutez à cela passablement de turbulences dans les marchés mondiaux, que nous ne comprenons pas bien, et il est vrai que soudainement, la confiance peut jouer un rôle vraiment déterminant pour la suite des choses.

So this is not a risk-free environment that we are in, but, at its core, the re-tightening of monetary policy in the world's No. 1 economy really isn't about trying to take the global economy out at the kneecaps. This is really trying to make sure that they accommodate growth appropriately inside of their economy and keep themselves from a situation where they are overgrowing and then have to react much more quickly to an impending inflation situation.

Nous ne nous trouvons donc pas dans un environnement sans risque, mais à la base, le resserrement de la politique monétaire de la première économie mondiale ne vise pas à étouffer l'économie mondiale. Elle vise plutôt à permettre une croissance intérieure, aux États-Unis, et à prévenir une situation de surcroissance qui les obligerait à réagir beaucoup plus vite à une montée imminente de l'inflation.

Senator Massicotte: In other words, you are saying we are structurally sound, but the world has told us that the value of our country, the value of our currency and the wealth of our consumers — because, obviously, a lot of what we consume is imports — are a lot poorer because the value of our currency has gone way down and the value of our country, effectively, is way down. We are structurally sound, but we feel sick. It's going to come.

Mr. Hall: I want to be clear about what I'm saying. I didn't actually say that this economy is structurally sound. We have sound pillars in place at the moment, and we carry that into the next growth period with us. But what I wanted to say is that the fundamentals behind growths inside of our principal customer are very strong, and they are pointing upward.

Senator Ringuette: I have two questions, one for Mr. Murchison and one for Mr. Hall.

My first question: Because of the financial crises of 2008 and 2011, and because of the current state of the value of the Canadian dollar, should we not review the basis of the Bank of Canada's monetary policy based on an inflation-rate scenario?

Mr. Murchison: On the contrary, I think that, through these very difficult times, the inflation-targeting framework has served Canada very well. It was precisely the framework that we needed in response to the financial crisis. In the end, the Bank of Canada was not required to use unconventional monetary policy, such as large asset purchases, otherwise known as quantitative easing. Within our inflation-targeting framework, we were able to use a specific form of forward guidance in the form of our conditional commitment to maintain the policy rate at what, at that time, we thought was the lower bound on the policy rate. That had the desired effect on longer-term interest rates, and we had a fairly rapid rebound following the sort of acute phase of the crisis.

As I explained in my opening remarks, I think that the inflation-targeting framework, in combination with a flexible exchange rate — and those two really go together — is the right framework for dealing with the consequences of what we are going through right now in the form of lower commodity prices. That is not for a minute to suggest that monetary policy, in conjunction with a flexible exchange rate, can completely offset the impacts of the shock. In my opening remarks I referred to the exchange rate as a shock absorber. If you think about a shock absorber on a car, when you drive over a bump, you still feel the bump; you just don't feel it as much as you would without the absorber there. I think that is the right way to think about what we are going through now. It is clearly a very challenging time, not only for those directly linked to the energy sector but also for those with indirect supply-chain links — those that supply equipment to those sectors — and for those who are grappling with much higher prices, notably in the grocery stores.

Le sénateur Massicotte : Autrement dit, vous nous dites que nous sommes structurellement solides, mais le monde nous dit que la valeur de notre pays, la valeur de notre devise et le niveau de richesse de nos consommateurs — parce qu'évidemment, nous consommons beaucoup d'importations — sont beaucoup plus bas, parce que la valeur de notre devise a littéralement chuté et que la valeur de notre pays s'en trouve également affaiblie. Nous restons structurellement solides, mais nous sommes malades. Cela va passer.

M. Hall : Je veux rectifier une chose. Je n'ai pas dit que notre économie est solide sur le plan structurel. Nous avons de solides piliers en place, et ils sont toujours là à l'aube de la prochaine période de croissance. Mais je veux dire que les principaux moteurs de la croissance qu'on observe chez notre principal client sont très forts et qu'ils pointent vers le haut.

La sénatrice Ringuette : J'ai deux questions à poser, l'une à M. Murchison et l'autre à M. Hall.

Voici la première : en raison des crises financières que nous avons connues en 2008 et en 2011 et de la valeur actuelle du dollar canadien, ne devrions-nous pas revoir les fondements de la politique monétaire de la Banque du Canada qui s'appuient sur le taux d'inflation?

M. Murchison : Au contraire, je pense qu'en ces temps très difficiles, le régime fondé sur des cibles d'inflation sert très bien le Canada. C'est précisément le régime dont nous avions besoin pour réagir à la crise financière. En définitive, la Banque du Canada n'a pas eu besoin de recourir à des stratégies monétaires inhabituelles, comme l'acquisition de grands volumes d'actifs, qu'on appelle aussi l'assouplissement quantitatif. Grâce au ciblage de l'inflation, nous avons pu utiliser l'annonce de la trajectoire prévue de nos engagements conditionnels pour maintenir des taux directeurs qui nous semblaient à l'époque les plus bas possible. Ils ont d'ailleurs eu l'effet escompté sur les taux d'intérêt à long terme, et nous avons observé une reprise assez rapide après la phase la plus aiguë de la crise.

Comme je l'ai expliqué dans mon exposé, je pense que notre régime de ciblage de l'inflation, assorti d'un taux de changes flottants (et les deux vont vraiment de pair), est ce qu'il y a de mieux pour faire face aux conséquences de la situation actuelle, soit à la chute des prix des produits de base. Je ne veux absolument pas dire que la politique monétaire, assortie d'un régime de changes flottants, peut totalement amortir le choc. Dans mon exposé, j'ai qualifié le régime de changes flottants d'amortisseur de chocs. Si l'on prend l'exemple de l'amortisseur de chocs sur une voiture, lorsqu'il y a une bosse sur la route, on le sent quand même, mais pas aussi fort que si l'amortisseur n'était pas là. Je pense que c'est l'image à garder en tête dans le contexte actuel. Nous vivons clairement des temps très difficiles, non seulement si l'on est directement lié au secteur de l'énergie, mais aussi dès qu'on fait partie de la chaîne d'approvisionnement indirecte (c'est-à-dire celle qui fournit de l'équipement à ces secteurs), et parce qu'on fait face à des prix à la consommation qui ont beaucoup augmenté, notamment dans les marchés d'alimentation.

As I said in my remarks, while neither this framework nor any other framework can completely eliminate the effects — and there are going to be distributional effects no matter what policy is adopted — I think it is the best policy that the central bank can have in this situation.

Senator Ringuette: Just as a small follow up to that answer, do you do comparative study of monetary policy to see, effectively, if the policy that we have in place in Canada is providing exactly what you want in comparison to other fiscal policies in other similar economies?

Mr. Murchison: Yes, we do. Every five years, we renew our inflation-targeting agreement with the Department of Finance, and usually that process begins with a few questions around how we could improve the framework. We've looked at a number of them. We've looked at whether 2 per cent is still the right level of inflation to target. We have looked at whether we should move away from inflation targeting and move more to something like a price level target. We have also done research, in the past, on whether Canada would be better off with moving to a fixed exchange rate.

I think the key consideration, when we are looking at the advantages and disadvantages of a fixed exchange rate, is that whenever you talk about a fixed exchange rate, you are fixing with another country. In this case, the most obvious choice would be with the United States. Where the difficulty really arises with either a currency union or a fixed exchange rate is when the two economies are out of sync. If you had two economies that were sort of always moving perfectly in sync, then you could make a more compelling case, but not when you have economies that are hit either by different shocks or by the same shock that has very different effects across the two countries. The current fall in commodity prices is a good point because Canada is a net exporter; the U.S. is a net importer. What is a negative terms-of-trade shock for us is a positive terms-of-trade shock for them. Totally different effects. You want to have that flexible exchange rate to act as the buffer in the middle there.

To come back to your question, yes we do. We are constantly exploring alternatives to see whether or not we can do better than we are doing now.

Senator Ringuette: Thank you very much for that explanation. I have a question for Mr. Hall.

The Chair: Okay. Go ahead.

Senator Ringuette: Around 2010, at this committee, we heard — and I am sorry; I cannot remember the witness — that Canadian companies had over $30 billion in reserve and were not moving toward the purchase of equipment and so forth at the time when the Canadian dollar was almost at par with the U.S. dollar. There was no incentive to try to get them to do the capital investment and efficiencies required. Now we're in a situation

Comme je l'ai dit dans mon exposé, bien que ce régime, comme n'importe quel autre, ne puisse pas totalement éliminer les effets de cette dépréciation — parce qu'il va y avoir des effets distributionnels, quelle que soit la politique adoptée —, je pense que c'est la meilleure politique que la banque centrale puisse adopter dans le contexte.

La sénatrice Ringuette : Au sujet de ce que vous venez de dire, rapidement, faites-vous des études comparatives sur les différentes politiques monétaires pour déterminer si la politique en place au Canada produit exactement les effets escomptés et comment elle se compare aux politiques budgétaires adoptées dans les économies semblables à la nôtre?

M. Murchison : Oui. Tous les cinq ans, nous renouvelons notre entente de ciblage de l'inflation avec le ministère des Finances, et nous commençons habituellement par nous poser quelques questions sur la façon dont nous pouvons améliorer notre régime. Nous avons analysé divers exemples. Nous nous sommes demandé s'il était toujours pertinent de cibler un taux d'inflation de 2 p. 100. Nous nous sommes demandé si nous devrions adopter des cibles fondées sur les prix plutôt que sur l'inflation. Nous avons également fait des recherches pour déterminer si le Canada ferait mieux d'adopter un taux de change fixe.

Je pense que le principal facteur à prendre en considération dans l'étude des avantages et inconvénients d'un taux de change fixe, c'est que dès qu'on envisage un taux de change fixe, on se trouve à le fixer avec un autre pays. En l'espèce, le choix le plus évident pour nous serait les États-Unis. La principale difficulté d'une union monétaire ou d'un taux de change fixe, c'est que les deux économies ne sont pas toujours au diapason. Pour deux économies qui évoluent toujours parfaitement en synchronicité, cette option est plus facile à défendre, mais ce n'est pas la même chose si les deux économies ne subissent pas les mêmes chocs ou que les mêmes chocs ont sur elles des effets très différents. La dépréciation actuelle des prix des produits de base en est un bon exemple, parce que le Canada est un exportateur net, alors que les États-Unis sont un importateur net. La chute des prix a donc des effets négatifs sur nous, mais positifs sur eux. C'est totalement différent. Nous avons donc besoin du régime de changes flottants entre les deux.

Pour revenir à votre question, oui, nous étudions constamment les diverses options qui s'offrent à nous pour déterminer si nous pourrions faire mieux.

La sénatrice Ringuette : Je vous remercie beaucoup de cette explication. J'ai une question à poser à M. Hall.

Le président : Très bien. Allez-y.

La sénatrice Ringuette : Vers 2010, comme les membres du comité l'ont entendu — et je m'excuse, mais je ne me rappelle plus quel témoin l'a dit —, les entreprises canadiennes avaient plus de 30 milliards de dollars en réserve mais n'ont pas pour autant favorisé l'achat d'équipement ou d'autres produits, alors que le dollar canadien était presque à parité avec le dollar américain. Elles n'avaient aucun incitatif à faire les investissements en capital

where they probably still have around $20 billion to $25 billion in reserve, but in order to do the capital improvements, with the value of the Canadian dollar, they don't want to do it either. Since 2008, this reserve has not serviced the good of the Canadian economy with regard to acquiring efficiencies and seeking greater exports. In 2008, they were sitting on the money because of the fiscal situation. Today, in 2016, they're still sitting on the money because the Canadian dollar is too low to purchase the equipment they need to modernize and be a more efficient manufacturing entity. So what is the solution?

Mr. Hall: We can probably carve those investors up into two different camps. During the period of the post-crisis that you identified, mining and energy companies were investing gangbusters at that time and were trying to increase their capacity as much as they could. That gave rise to all of the arguments that followed that the world was running out of resources. There was Plan Nord and the Ring of Fire, and all the energy mining development projects. There were the oil sands, there was conventional and unconventional oil, and there were actual investment going on inside those camps.

The references to dead money sitting on the balance sheets of companies talked about the other side of investment. Companies are not in the business of stimulating an economy because they're altruistic. They invest when they need to invest. The situation that was faced by many of those companies was that they had overinvested in frenzy years ahead of the great recession and had spare capacity. The need wasn't there for them to upgrade their equipment or to expand their factory's base.

Now we come to a position that is equally problematic because low commodity prices have all of a sudden got mining and energy companies saying, "How can we cut back?" This is the two-year crisis period where in order to get writedowns on contracts that had been inked on projects that are supposed to go ahead, one has to create a sense of crisis. It's not as if this is a charade; these are real issues. They simply cannot afford to go ahead at the prices that had been inked. Money is coming off the table during this period of reconciliation, and until the parties can come to terms and make a viable project, that will continue to be in limbo.

As I've argued before, that other side that we might say should be investing at this point in time has come off a seven-year drought of investment. It's going to take a lot of encouragement in the form of running out of capacity north of the border here, and a full understanding and a belief that orders are going to maintain their strength going forward. They do have the resources to invest. Anecdotally, in the auto sector, that is happening. Some very significant new investments have been announced, but context is everything. It's important to understand the interplay of the energy and mining sector versus the rest, and what their

et les optimisations requises. Aujourd'hui, elles ont probablement toujours entre 20 et 25 milliards de dollars en réserve, mais elles ne veulent toujours pas améliorer leurs immobilisations à cause de la valeur du dollar canadien. Depuis 2008, cette réserve n'a pas profité à l'économie canadienne, puisque les entreprises n'ont pas cherché à acquérir du matériel plus performant pour accroître leurs exportations. En 2008, elles n'osaient pas dépenser en raison de la situation financière. En 2016, elles n'osent toujours pas dépenser parce que le dollar canadien est trop faible pour acheter l'équipement dont elles auraient besoin pour moderniser leurs installations et optimiser leurs opérations. Quelle est donc la solution?

M. Hall : On peut probablement séparer les investisseurs en deux catégories. Pendant la période qui a suivi la crise que vous avez mentionnée, les sociétés minières et énergétiques se sont mises à investir frénétiquement pour accroître le plus possible leur capacité. On s'est alors mis à dire, à droite et à gauche, que le monde allait manquer de ressources. Il y a eu le Plan Nord et le Cercle de feu, puis tous les projets d'exploitation minière. Il y a eu des investissements dans le secteur des sables bitumineux, des sources classiques et non classiques de pétrole.

Quand on dit qu'il y a de l'argent qui dort dans les comptes des entreprises, c'est l'autre côté de l'investissement. Les entreprises ne sont pas là pour stimuler l'économie par simple altruisme. Elles investissent quand elles ont besoin d'investir. Bon nombre de ces entreprises avaient surinvesti dans les années de grande frénésie qui ont précédé la grande récession et avaient déjà plus de moyens que nécessaire. Elles n'avaient pas besoin de moderniser leurs installations ni d'agrandir leurs usines.

La situation actuelle est tout aussi problématique, parce que la chute des prix des produits de base est telle que les dirigeants des sociétés minières et énergétiques commencent soudainement à se demander où elles peuvent couper. C'est la période de crise de deux ans pendant laquelle, pour réduire la valeur de contrats signés relativement aux projets qui devaient aller de l'avant, il faut créer un sentiment de crise. Ce n'est pas une mascarade, il y a des problèmes bien réels. Ces entreprises ne peuvent tout simplement pas se permettre d'aller de l'avant selon les prix qui ont été convenus. Les parties retirent de l'argent de la table pendant cette période d'ajustement, et tant qu'elles n'arriveront pas à s'entendre pour rendre le projet viable, rien ne pourra avancer.

Comme je l'ai déjà dit, ces entreprises dont on pourrait dire qu'elles devraient maintenant investir sont en panne d'investissement depuis sept ans. Il va falloir beaucoup d'encouragements pour les convaincre qu'on commence à manquer de ressources au nord de la frontière. Les parties devront s'entendre et les dirigeants croire que les commandes seront assez nombreuses pour que leurs entreprises restent fortes. Elles ont les ressources nécessaires pour investir. D'ailleurs, dans le secteur de l'automobile, c'est ce qui se passe. De nouveaux investissements très importants sont annoncés, mais tout est dans

incentives are for investing and how one is going in one direction, and the other is going in the other.

There is early evidence that those who have the funds and the business incentive to invest are going forward with investment plans now.

Senator Ringuette: Thank you.

Senator L. Smith: I have two questions that are very different. A simple one first: If you had to look at the energy sector in oil, are we faced with the reality that there appears to be an abundance of product available for world consumption? The price is at an all-time low. Will we see major countries cutting back production to create a new balance of price? You could say it's collusion, but there's a reality that if you have the cheapest labour and you're selling oil at $125 per barrel, and now you still have the cheap labour and you're selling at $30 per barrel, you're still making money, but making less. Is there a reason why you continue to pump out the product? Do you see some form of a balancing of that sector?

Then I have a second question, which is my magic wand question I want to ask you for the people watching us who may not understand the points we're discussing today.

Mr. Hall: There's no question there's high drama in the oil market. Let's rewind back to early 2008 when a famous Canadian book was written strongly advocating that we were going to $200 oil and it wasn't going to stop there, and now we're talking about perpetual $30 or $20 oil for 5 to 10 years out. I prefer to sit back in a situation like this, but again context: How has the market actually developed?

When you get persistently artificial high prices over time, you're going to attract investment to that sector. Canada was investing, and other countries were investing. Technology is never static, so it was developing over this period of time, bringing on non-conventional supplies in ways that weren't imaginable before.

We have had six to seven years of those high prices, and the investment that has followed. Throughput has come as a result of that, and we are, at the moment, awash in oil. Inventory levels are well ahead of the high band of the five-year average stateside and in other parts of the world.

It's a very different situation than the early to mid-1970s, when there was a realization in the Middle East of the market power and the inelasticity of the demand curve for crude oil, and the

le contexte. Il faut comprendre toute l'interaction entre le secteur énergétique et minier et les autres, ce qui peut pousser ce secteur à investir et pourquoi il va dans une direction, alors que d'autres vont en sens contraire.

Il y a déjà des signes qui montrent que ceux qui ont l'argent nécessaire et un incitatif commercial pour le faire adoptent des plans d'investissement.

La sénatrice Ringuette : Merci.

Le sénateur L. Smith : J'ai deux questions très différentes à poser. En voici une toute simple pour commencer : si vous observez ce qui se passe dans le secteur énergétique du pétrole, la réalité est-elle qu'il semble y avoir une abondance de produits accessibles pour la consommation mondiale? Les prix n'ont jamais été aussi bas. Vous attendez-vous à ce que des pays de premier plan dans ce secteur réduisent leur production pour créer un nouvel équilibre de prix? On pourrait appeler cela de la collusion, mais le fait est que si un pays a accès à de la main-d'œuvre bon marché et qu'il peut vendre son pétrole 125 $ le baril, il fera encore du profit en vendant son produit 30 $ le baril, mais moins. Aurait-il des raisons de continuer d'extraire ce produit? Prévoyez-vous une quelconque forme de rééquilibrage dans ce secteur?

J'ai une deuxième question, et je vais vous demander de sortir votre baguette magique. Je vous pose la question pour tous les gens qui nous regardent et qui ne comprennent peut-être pas tout ce dont nous sommes en train de discuter aujourd'hui.

M. Hall : Il ne fait aucun doute que le marché du pétrole est soumis à d'importantes perturbations. Rappelons-nous ce fameux livre canadien paru au début de 2008 qui affirmait sans ambages que le prix du pétrole allait atteindre 200 $ et ne s'arrêterait pas là, alors que l'on nous dit aujourd'hui qu'il se maintiendra à 30 $, voire 20 $, au cours des 5 à 10 prochaines années. Dans une situation semblable, je préfère prendre un peu de recul et mettre les choses en perspective en me demandant comment le marché a pu en arriver là.

Lorsque les prix demeurent artificiellement élevés pendant une longue période, les investisseurs ne manquent pas de s'intéresser au secteur. Il y a donc eu des investissements au Canada et ailleurs dans le monde. Comme la technologie ne cesse d'évoluer, cette période a vu naître de toutes nouvelles sources d'approvisionnement qui n'auraient pas été imaginables auparavant.

Les prix ont été élevés pendant six ou sept ans; les investissements ont suivi et nous nous sommes donné une capacité de production telle que nous nous retrouvons maintenant, pour ainsi dire, inondés de pétrole. Les stocks atteignent des niveaux dépassant largement la limite supérieure de la moyenne de cinq ans, au pays comme dans d'autres régions du monde.

La conjoncture était bien différente au milieu des années 1970. Les pays du Moyen-Orient ont alors pris conscience du pouvoir qu'ils exerçaient sur les marchés et de l'inélasticité de la demande

ability one would have to significantly cut back production but increase revenue because of the power of prices being to be able to rise. It's a very different situation now. There was comfort with high prices, there was an Arab Spring that elicited very heavy fiscal commitments in oil-producing states and others that were affected by that, which required, in order for them to balance their budgets fiscally, to have anywhere from $95 to $125 oil just to pay their bills.

There are fiscal handcuffs around certain countries at the moment that make the game much different than it was. The capacity to actually cut back production significantly in the hopes that that inelastic demand curve is still out there and that revenues can be maximized to the point that you can balance your fiscal books, as far as I'm concerned, isn't there. It's just not possible to do that this time around. The way we've seen the game being played is this: If I'm a low-cost producer and my marginal recoverable is say $9 or $10 per barrel, I can still on the margin make money and try to drive some of my competition out of business. That's the way the game is being played at the moment, arguably resulting in greater supply being available on the world market. But there isn't that same capacity, as far as I can see, to be a swing producer. No candidates are coming forward to be swing producer, and there seems to be very little coordination because of the fiscal dilemma those countries are in at the moment.

I'm hoping that puts an appropriate context around the question and sort of answers that for you.

Mr. King: I think I would add something to that as well. It's important to keep in mind that the global oil market today is not enormously oversupplied. Estimates are somewhere between a million and a million and a half barrels a day in the context of 93 million or 94 million barrels a day of demand. This is very different from the situation of the mid-1980s, when OPEC opened up the taps and Saudi Arabia said, "We're not going to be the swing producer anymore." You had about 10 million barrels a day oversupply in the context of a much lower global demand, so it wouldn't take too much to soak up that demand quite quickly.

The global economy has been fairly weak, so we haven't been able to absorb that excess supply as quickly as many people thought we would. But it wouldn't take much for that to be soaked up through a geopolitical event, for example, in the Middle East, and they happen all the time.

We have really ramped down investment in the last year. It's likely to happen again this year, so the supply going forward will also be much more limited. I don't think it's a consensus, but perhaps some people believe that we're going to have $30 oil for the foreseeable future; nor will we have $110 oil for the foreseeable future. Things will improve, likely toward the end of this year or early 2017.

de pétrole brut, ce qui leur permettait de réduire considérablement leur production tout en accroissant leurs revenus grâce à la hausse des prix. La situation actuelle est totalement différente. Les prix élevés permettaient de bien s'en tirer. Dans la foulée du printemps arabe, les pays producteurs de pétrole et les autres nations touchées ont dû consentir des engagements financiers très considérables, de telle sorte que le prix du pétrole devait atteindre de 95 à 125 $ simplement pour qu'ils puissent joindre les deux bouts.

Certains pays sont maintenant aux prises avec des contraintes financières qui changent considérablement la donne. À mon humble avis, je ne crois pas qu'il soit encore possible de diminuer la production dans une large mesure en espérant que la courbe de la demande soit toujours inélastique et que l'on puisse ainsi optimiser ses recettes de manière à pouvoir équilibrer son budget. Ce n'est tout simplement plus chose possible. D'après ce que nous avons pu observer, un producteur à faible coût dont la marge bénéficiaire était de 9 $ ou 10 $ le baril pouvait encore réaliser des profits et forcer ses concurrents à cesser leurs activités. Ce sont les tractations qui ont cours et qui se traduisent sans doute par une offre accrue de pétrole sur le marché mondial. Je n'ai toutefois pas l'impression que cette capacité de production d'appoint est encore présente. Aucun pays ne se porte volontaire pour remplir ce rôle, et la coordination semble quasi inexistante en raison des problèmes financiers que connaissent actuellement ces états.

J'espère avoir pu répondre à votre question en mettant ainsi les choses en perspective.

M. King : J'aimerais ajouter quelque chose. Il y a une considération importante qu'il faut garder à l'esprit : il n'y a pas actuellement d'énormes excédents de pétrole sur les marchés mondiaux. Selon les dernières estimations, ces excédents se situeraient entre 1 million et 1,5 million de barils par jour pour une demande quotidienne de 93 millions ou 94 millions de barils. La conjoncture était bien différente au milieu des années 1980 lorsque l'OPEP a ouvert les valves et que l'Arabie saoudite a indiqué qu'elle ne voulait plus jouer le rôle de producteur d'appoint. Les excédents atteignaient alors quelque 10 millions de barils par jour dans un contexte où la demande planétaire était beaucoup moins forte. Il serait donc assez facile d'absorber plutôt rapidement les excédents actuels.

C'est la faiblesse de l'économie mondiale qui nous a empêchés d'absorber cet excédent aussi rapidement que bien des gens l'auraient cru. Il suffirait toutefois pour ce faire d'un incident géopolitique, par exemple, au Moyen-Orient, ce qui est monnaie courante.

Les investissements ont vraiment ralenti au cours de la dernière année. Il devrait en être de même cette année de telle sorte que l'offre sera beaucoup plus restreinte. Il n'y a pas consensus, mais peu de gens croient que le pétrole se maintiendra à 30 $ pendant les prochaines années ou qu'il atteindra 110 $ dans un avenir prévisible. La conjoncture va cependant s'améliorer, sans doute vers la fin de cette année ou au début de 2017.

It's a very different circumstance today than, say, 10 years ago. There isn't an enormous oversupply of oil. And in some respects Canada is insulated from this because something like 80 per cent of our supply today comes from oil sands production. These are very large projects with very long return horizons, like in decades, 30 or 40 years. So we just don't shut these down.

Les circonstances étaient totalement différentes il y a 10 ans à peine. Les excédents de pétrole ne sont pas énormes. À certains égards, le Canada est à l'abri de cette crise du fait que 80 p. 100 de notre approvisionnement actuel provient des sables bitumineux. Il s'agit de projets de très grande envergure dont les horizons de rendement sont à long terme et se calculent en décennies, quelque chose comme 30 ou 40 ans. Il n'est donc pas question de suspendre cette exploitation.

The U.S. is shutting down. The rig counts in the U.S. have fallen dramatically, and the volumes pumped will follow. But in some sense we will be insulated from this for quite a while, at least. Our volumes of production have gone up, even though prices have come down. We're not suffering as much, and we'll be reasonably well placed when prices will eventually pick up.

Les États-Unis sont en train de fermer progressivement les valves. Le nombre d'installations de forage est en chute libre, et les volumes d'extraction vont suivre. Nous allons toutefois demeurer en quelque sorte à l'abri, pour un temps tout au moins. Nos volumes de production ont augmenté malgré la baisse des prix. Nous sommes moins touchés que d'autres, et nous serons assez bien placés lorsque les prix augmenteront de nouveau.

The Chair: Are we returning to more of a free market in oil? We had a cartel system, that's what we had, a monopoly with monopoly prices, which in a free market economy is going to create all kinds of problems. Of course, they believed all those books. They thought there was no more oil to be found, so they thought they would be able to continue to do that.

Le président : Sommes-nous en train de revenir à un marché pétrolier plus libre? Nous avons dû composer avec un cartel pétrolier, un monopole avec des prix monopolistiques, ce qui ne manque pas de créer toutes sortes de problèmes dans une économie de libre marché. Ils ont bien sûr prêté foi à tous ces livres. Ils ont cru que l'on ne découvrirait jamais d'autre pétrole et qu'ils pourraient continuer à fonctionner de la même manière.

But it seems to me what we're having now is more of a free market in oil, which I think would be good for the world rather than what we've been through over the last number of years with the Arab cartel.

J'ai cependant l'impression que le marché pétrolier est plus libre qu'auparavant, ce que j'estime préférable au cartel arabe qui régit ce marché mondial depuis toutes ces années.

Mr. King: It's very much the case that the preponderance of the growth in new supply has come from non-OPEC countries, such as the United States, Canada and South America, and that will erode the power of OPEC to set prices in the future.

M. King : Il est bien vrai que le gros de la croissance de l'offre est venu de pays non membres de l'OPEP, comme les États-Unis, le Canada et les pays d'Amérique du Sud, ce qui réduira d'autant l'influence de l'OPEP dans l'établissement des prix au cours des années à venir.

Senator L. Smith: My second question is sort of a magic wand question. I know you don't like to forecast necessarily, but for the folks watching this discussion today and who may not necessarily be inclined to understand the depth of the analysis that you folks are able to present on the economic side, among the three of you, are there three or four or five points that you see as critical for creating a new economic balance that's going to propel us to a more positive position?

Le sénateur L. Smith : Pour ma seconde question, je vais sortir la baguette magique du positivisme. Je sais que vous n'aimez pas vraiment faire des projections, mais pour les gens qui nous regardent aujourd'hui et qui ne comprennent pas nécessairement tous les tenants et aboutissants de l'analyse économique approfondie que vous êtes en mesure de nous présenter, je me demandais si vous ne pourriez pas, à vous trois, cibler trois, quatre ou cinq éléments essentiels à la création d'un nouvel équilibre économique pouvant nous propulser vers une position plus favorable.

In a simplistic way, is there any way to talk about three or four elements that need to take place? We have the five elements that affect the value of the Canadian dollar, which have been clearly defined and discussed, but from an economic perspective, in simple terms, are there three to five steps that need to be taken to put Canada back into a much better economic position?

Pour dire les choses simplement, pourriez-vous nous parler de trois ou quatre mesures qui devraient être prises? Nous avons déjà examiné et clairement défini les cinq facteurs qui influent sur la valeur du dollar canadien, mais pourriez-vous nous dire, d'un point de vue économique, s'il y a trois ou quatre mesures qui pourraient être prises pour replacer le Canada dans une conjoncture économique beaucoup plus favorable?

The Chair: Senator L. Smith wants the glass half full rather than half empty. We'll start with Mr. King.

Le président : Le sénateur L. Smith préfère voir le verre à moitié plein, plutôt qu'à moitié vide. Nous allons commencer avec M. King.

Mr. King: I think in many respects there are some positives in the global economy and domestically in the U.S. A lot of the headlines about oil crashing and the volatility overstate how negative the situation really is.

Certainly China is slowing. Its industrial production is slowing a lot more than its production of services, and this is intentional on the part of the Chinese government. They're trying to move to a far more sustainable rate of growth. It will be lower than over the past 10 years, but it will be far more durable. They could have decades of growth that we can only dream of. It might not be 10 to 12 per cent any longer, but it will certainly be strong.

Europe is slowly repairing itself. In the United States, as pointed out, the Federal Reserve is actually raising interest rates there because it's consistent with a stronger economy.

In Canada, our exchange rate has come down. This is helping facilitate the transition away from a more energy-based economy and helping Central Canada more. We have a very strong fiscal position. We have a very well-educated population. There are very many positives happening in the country. I think it's important to keep sight of those as well, beyond just the negative news headlines that you see.

In many respects, we have a lot of things in place already. It will just take time for the positive benefits of what we have in place to become manifest.

Senator L. Smith: So we need to communicate a balanced perspective?

Mr. King: I think so. It's also very difficult — and I recognize this — that we can talk at a high level about the complex adjustments that the economy is undergoing and that are taking place and say the exchange rate movements are good and benefit us, but we do realize that it's cold comfort on an individual level to somebody who is suffering in a certain region or a certain industry.

It really is cold comfort to talk about these things, but I think in particular we're talking about the dollar here today. We're far better off and we will be far better off under the floating exchange rate regime we have than any other system. The adjustment costs will be far harsher. Again, it's not much comfort for the individual, but for the economy as a whole it's beneficial.

Mr. Murchison: I would just add a couple of points. Just to pick up on what Phil was saying, I think the way we see it is that the essential ingredients to a continued recovery are there; they're in place. I think it's a matter, in some sense, of continuing to be a little bit patient. When we're talking about the impact of the dollar, we had the dollar basically begin to depreciate about a

M. King : À bien des égards, je peux relever différents éléments positifs au sein de l'économie mondiale ainsi qu'à l'intérieur même des États-Unis. Bon nombre des manchettes au sujet de la volatilité et de la chute des prix du pétrole font paraître la situation pire qu'elle ne l'est en réalité.

La Chine connaît certes un ralentissement. Sa production industrielle ralentit beaucoup plus que sa production de services, ce qui est voulu de la part du gouvernement chinois. Celui-ci vise en effet un taux de croissance beaucoup plus durable. Il sera inférieur au cours des 10 prochaines années, mais beaucoup plus stable à long terme. La Chine pourrait connaître des décennies de croissance à faire rêver. On n'atteindra peut-être plus les 10 à 12 p. 100, mais ce sera certes une forte croissance.

En Europe, la reprise est lente. Aux États-Unis, comme on l'a déjà mentionné, la Réserve fédérale augmente les taux d'intérêt pour aller dans le sens d'une économie plus vigoureuse.

Au Canada, notre dollar s'est déprécié. Cette baisse contribue à faciliter la transition alors que l'on veut s'éloigner d'une économie plus axée sur l'énergie et aider davantage le Canada central. Notre position financière est excellente. Nous avons une population instruite. Il y a de très nombreux points positifs à signaler au Canada. Je pense qu'il faut garder ces éléments à l'esprit et ne pas se concentrer uniquement sur les mauvaises nouvelles.

À bien des égards, une grande partie des éléments requis sont déjà en place. Il faut simplement faire montre d'un peu de patience d'ici à ce que les effets positifs se fassent sentir.

Le sénateur L. Smith : Nous devrions donc présenter une image plus équilibrée de la situation?

M. King : C'est ce que je crois. Il y a un autre aspect délicat dont je suis pleinement conscient. Nous pouvons bien discuter dans les hautes sphères des ajustements complexes qui touchent notre économie et affirmer que les fluctuations du taux de change nous sont bénéfiques, mais je sais que c'est une bien piètre consolation pour les victimes du ralentissement dans une région ou dans une industrie.

Nous ne leur sommes pas d'un grand réconfort en discutant de ces questions, mais, tout particulièrement dans le contexte de nos discussions d'aujourd'hui au sujet du dollar canadien, il faut reconnaître que notre taux de change flottant nous place et nous maintiendra dans une position beaucoup plus favorable que tout autre régime. Pour les autres, les coûts de rajustement seront nettement plus élevés. Comme je le disais, il s'agit peut-être d'une mince consolation pour les personnes touchées, mais notre économie dans son ensemble en ressentira les bienfaits.

M. Murchison : J'aurais un ou deux éléments à ajouter. Un peu comme le disait Phil, nous estimons que les ingrédients essentiels à une reprise soutenue sont déjà en place. En un sens, il suffit en quelque sorte de faire montre d'un peu de patience. Quant à l'impact du taux de change, notre dollar a commencé à se déprécier il y a environ un an. Comme nous l'avons indiqué tout à

year ago. As we have been discussing here today, the lags are reasonably long and they're very hard to pin down, but our view is you get your maximum kick after a couple of years.

We've already seen compelling evidence for a wide range of sectors that historically have been exchange-rate sensitive, that those sectors are responding; they're growing quickly. When we put them all together, the ones that we see as more exchange-rate sensitive, the year-on-year growth rate as of 2015 Q3, which is the latest data we have, was just under 9 per cent in real terms.

So there are signs that the fall in the valley of the dollar is having the desired effect. I don't think we've seen all of the benefits yet.

I think the other piece of the puzzle is the continued strengthening in the U.S. economy, specifically continued strengthening in private U.S. domestic demand, because that's the sort of sector that really demands a lot from Canadian exporters.

There is the combination of those two things, and Phil referred to Canada's fiscal position. Monetary conditions continue to be extremely stimulative in Canada. And at a regional level, what we would expect to see in a situation like this is migration from the resource sector towards other sectors in the economy, other provinces in the economy, and that's what we're starting to see in the data that we have for the second half of 2015. We're already starting to see that show up.

So I think the things that need to happen are already happening and will continue to happen, but as Governor Poloz has stressed on a number of occasions, it's a complex process, and it's a process that's going to take time.

Mr. Hall: Is it possible to add a couple of things to that response?

The Chair: Sure.

Mr. Hall: I'll go quickly. I believe if there is hope that can come to the viewing audience here from what's going on in the world economy, it's really going to come from the export side of things. So the question before us really is, can we see that happening?

First, very quickly, Mr. Murchison has already mentioned this, but let's not forget that lower commodity prices are having a huge stimulative effect inside of commodities that are net users of those commodities, and that's absolutely huge. In the United States, consumers got a $110 billion bonus last year as a result of lower gasoline prices. In Europe they got something on the order of $125 billion. This is something that can be and was spent on other things; it wouldn't have otherwise existed.

Second of all, I would say the fundamentals in the United States are very strong on the consumer side of things. Look at the way jobs are growing. Look at the unemployment rate and how

l'heure, les délais de réaction sont assez longs et très difficiles à cerner, mais nous croyons qu'il faudra quelques années pour que les effets se fassent pleinement sentir.

Dans un large éventail de secteurs sensibles au taux de change, il est déjà bien clair que l'on réagit adéquatement, comme en témoigne la croissance rapide. En regroupant ces secteurs que nous jugeons les plus sensibles au taux de change, nous obtenons un taux de croissance annuel d'un peu moins de 9 p. 100 en chiffres réels au troisième trimestre de 2015, ce qui correspond aux plus récentes données disponibles.

Certains éléments permettent donc de croire que la dépréciation du dollar a l'effet escompté. Je crois toutefois qu'il y a encore des avantages qui ne se sont pas manifestés.

Selon moi, l'autre partie de la solution nous viendra du renforcement incessant de l'économie américaine, et tout particulièrement de la hausse de la demande intérieure privée, un débouché de tout premier plan pour bien des exportateurs canadiens.

C'est donc l'effet combiné de ces deux éléments, sans compter la position financière du Canada auquel Phil a fait référence. Les conditions monétaires demeurent une excellente source de stimulation économique dans notre pays. À l'échelon régional, nous nous attendons à une migration du secteur de l'exploitation des ressources vers d'autres secteurs de l'économie et d'autres provinces canadiennes. C'est ce qui semblerait ressortir des données pour le second trimestre de 2015. C'est une constatation que nous pouvons d'ores et déjà faire.

Je crois donc que les choses qui doivent se produire commencent déjà à se manifester et continueront de le faire mais qu'il s'agit, comme le gouverneur Poloz l'a maintes fois répété, d'un processus complexe qui exigera du temps.

M. Hall : Puis-je encore ajouter quelques éléments de réponse?

Le président : Bien sûr.

M. Hall : Je serai bref. Selon moi, si notre auditoire peut percevoir une lueur d'espoir au sein de l'économie mondiale actuellement, ce sera du côté de l'exportation. Il convient alors de nous demander si c'est quelque chose de vraiment concret.

Tout d'abord, comme M. Murchison l'a déjà mentionné, il ne faut pas oublier que la baisse du prix des produits de base a un effet de stimulation important au sein des économies qui sont des utilisatrices nettes de ces produits, un élément absolument fondamental. Aux États-Unis, les consommateurs ont eu droit à une prime de 110 milliards de dollars l'an dernier en raison de la réduction des prix de l'essence. En Europe, ce boni était de l'ordre de 125 milliards de dollars. Toutes ces sommes ont été consacrées à d'autres achats qui n'auraient pas été faits sans cela.

Deuxièmement, je dirais que les bases de l'économie des États-Unis demeurent très solides du point de vue de la consommation. Pour vous en convaincre, vous n'avez qu'à constater la croissance

low it is. Look at real wages and how they've started to increase. Look at consumer confidence stateside. Despite all this volatility that is going on, add that to their $110 billion bonus and they are fundamentally strong. They have a fundamentally strong housing market, and the prospects for domestic business investment that supports that are very strong. That's only point two.

Point number three is China. It only takes 6 per cent growth inside of China now to add the same amount of GDP that nominal growth of roughly 18 per cent added to the economy back between 2004 and 2008. Just given the size of the economy, that absorptive capacity remains there. If we're worried about commodity prices continuing to fall through the floor, you have to take seriously the size of China and its absorptive capacity now. That was my point number four. There is going to be an eventual rise in commodity prices, and I would agree with Mr. King that it is not far off. I didn't mean to suggest in my remarks that that wasn't on the way.

We are still expecting a revival of investment to happen. If I didn't have anecdotal evidence to support that in the non-energy sector inside of Canada there was investment going on, I'd have much less faith in that.

Senator Campbell: Thank you. I believe that the Bank of Canada is doing quite an amazing job, quite frankly. Like Senator Bellemare, I remember the 1970s. I locked in at 21.75 per cent; it went to 22. Now you know why I'm on the Banking Committee; I'm still trying to figure this whole thing out.

I have a couple of questions. First, we use an inflationary model. You want to keep inflation within 2 per cent. This is what it seems to be. What other models are there? What other models are other countries using, and how are they working — or does everybody base their banking policy on keeping inflation in check, which shows the other benefits we have? What other models are there?

Mr. Hall: I'd ask the Bank of Canada to handle that question.

Mr. Murchison: Without question, inflation targeting as the main monetary framework has gained a tremendous amount of popularity over the quarter century that it has been used. I think part of that is a reflection of the fact that for those countries that do have a lot of experience with it, countries like Canada and New Zealand, which was the trailblazing pioneer, it has been an overwhelming success. I think that's why you've got more countries moving in that direction.

de l'emploi, la faiblesse du taux de chômage, les salaires réels qui sont repartis à la hausse et le niveau général de confiance des consommateurs. Malgré toute la volatilité qui caractérise les marchés, cette prime de 110 milliards de dollars leur procure toute la vigueur souhaitée. Leur marché immobilier repose sur des bases solides et les perspectives d'investissement par des entreprises américaines dans ce secteur sont très bonnes. Voilà donc pour mon deuxième élément.

En troisième lieu, il y a la Chine. Il suffirait actuellement d'une croissance de 6 p. 100 de l'économie intérieure chinoise pour faire grimper le PIB dans la même mesure qu'une croissance nominale d'environ 18 p. 100 a permis de le faire entre 2004 et 2008. La taille de l'économie chinoise suffit à assurer le maintien de la capacité d'absorption requise. Si vous craignez que le prix des produits de base continue de chuter, vous devriez considérer sérieusement la taille de la Chine et sa capacité d'absorption actuelle. Le prix des produits de base va recommencer à augmenter, et je conviens avec M. King qu'il ne faudra pas nécessairement attendre très longtemps. Je ne voulais pas laisser entendre tout à l'heure qu'il allait en être autrement.

Nous nous attendons toujours à une reprise des investissements. Si je n'avais pas d'indication en ce sens à l'extérieur du secteur énergétique au Canada, je serais beaucoup moins porté à croire en cette relance des investissements.

Le sénateur Campbell : Merci. En toute franchise, je crois que la Banque du Canada accomplit un travail vraiment extraordinaire. Tout comme le sénateur Bellemare, je me souviens très bien des années 1970. J'avais bloqué mon taux d'intérêt à 21,75 p. 100; il est monté jusqu'à 22 p. 100. Vous connaissez maintenant la raison pour laquelle je fais partie du Comité des banques; j'essaie encore de comprendre comment cela peut être possible.

J'ai quelques questions pour nos témoins. Tout d'abord, nous utilisons au Canada un modèle qui repose sur le contrôle de l'inflation. Il semblerait que l'on vise un taux maximal de 2 p. 100. Quels autres modèles sont possibles? Quels sont les modèles utilisés ailleurs dans le monde et comment fonctionnent-ils? Ou alors est-ce que tous les pays fondent leur politique bancaire sur cette stratégie de contrôle de l'inflation avec tous les avantages qui s'ensuivent? Quels sont les autres modèles existants?

M. Hall : Je crois que c'est une question pour mon collègue de la Banque du Canada.

M. Murchison : Sans l'ombre d'un doute, les régimes fondés sur des cibles d'inflation à titre de cadre monétaire principal ont beaucoup gagné en popularité au fil de leur quart de siècle d'existence. Ce phénomène s'explique en partie du fait que les pays qui misent sur des régimes semblables depuis longtemps, comme le Canada et la Nouvelle-Zélande, laquelle a fait œuvre de pionnier en la matière, ont connu un succès retentissant. À mon sens, c'est la raison pour laquelle autant de pays choisissent d'emprunter cette avenue.

Some countries have sort of longer-term inflation objectives without having a strict target. Some countries have an asymmetric range and don't want inflation to go above a certain level, but there's no symmetric lower bound, whereas at the Bank of Canada we have a 1 per cent to 3 per cent range, and 2 per cent is the midpoint.

When you're looking at the majority of highly developed industrialized economies, this is sort of the workhorse framework. Obviously there are other countries that, for reasons that are specific to those countries, choose to give up, in effect, their monetary autonomy by having a fixed exchange rate. That's what having a fixed exchange rate means: that you cannot have an independent domestic monetary policy. In effect, you adopt the monetary policy of the country to which you are fixing.

Senator Campbell: Okay. You spoke of a bonus that Europe and the U.S. got. How much of a bonus has Canada got with our oil prices dropping?

Mr. Hall: We get a bonus, but this is all done on a net basis. You use the world energy statistics. We used a compendium that British petroleum puts together. The net hit to us is $25 billion under the same static analysis.

Senator Campbell: Loss?

Mr. Hall: The net loss. This is all done on a net basis. On a gross basis, yes, every consumer benefits from lower gasoline pump prices, but we're looking at net usage here. That's how we made those calculations. We did those at the end of 2014, and they were right almost to the dollar at the end of the year.

Senator Campbell: I don't know if you can answer this, and I'm not a conspiracy theorist, but what happens if Saudi Arabia and other OPEC countries keep on going? They're making money at $30 a barrel. There's some suggestion that one of the reasons this is happening is that they're trying to put people who are fracking, who are going to oil sands, who are finding different ways to harvest their resource, out of business in that area. First of all, is there any validity to that, do you think?

The last question I have is Libya has the third-largest resources in the world. What effect will it have when they get their government together and it starts flowing again to Canada and our oil industry?

Mr. Hall: I don't mind starting that. With respect to the game that is being played, let's say, on production, I'm not sure that I can see much other reason for a country like Saudi Arabia to overproduce at the current point in time, other than trying to play the competitive advantage here. The interesting thing about that, though, is that if you're expecting to get a price increase out of

Certains pays se fixent en quelque sorte des objectifs à long terme en matière d'inflation, plutôt que des cibles précises. Dans certains cas, la formule retenue est asymétrique, c'est-à-dire qu'on ne veut pas que l'inflation dépasse un certain niveau, mais qu'il n'y a pas de limite minimale correspondante. À la Banque du Canada, nous utilisons pour notre part un spectre allant de 1 p. 100 à 3 p. 100, avec une cible médiane de 2 p. 100.

C'est pour ainsi dire le cadre utilitaire dans la majorité des économies industrielles très développées. Il y a bien sûr d'autres pays qui, pour des motifs qui leur sont propres, choisissent de renoncer à leur autonomie monétaire en adoptant un taux de change fixe. Vous ne pouvez pas en effet avoir une politique monétaire nationale indépendante si vous optez pour un taux de change fixe. Dans les faits, vous vous en remettez à la politique monétaire du pays avec lequel vous transigez.

Le sénateur Campbell : D'accord. Vous avez parlé d'une prime pour les consommateurs européens et américains. Qu'en est-il de ceux du Canada dans la foulée de la chute des prix de pétrole?

M. Hall : Nous avons aussi droit à une prime, mais tout cela est calculé en fonction des résultats nets. Nous nous fondons sur les statistiques de l'Agence internationale de l'énergie ainsi que sur la revue statistique compilée par British Petroleum. Suivant la même analyse statique, l'effet net pour nous est de 25 milliards de dollars.

Le sénateur Campbell : Vous parlez d'une perte?

M. Hall : Une perte nette. Tous ces calculs sont établis sur une base nette. En chiffres bruts, chaque consommateur bénéficie effectivement de la baisse des prix à la pompe, mais nous tenons compte ici de la consommation nette. C'est la base de nos calculs. Ces chiffres ont été obtenus à la fin de 2014, et ils sont précis presque au dollar près.

Le sénateur Campbell : Je ne sais pas si vous allez pouvoir me répondre, et je ne suis pas un adepte de la théorie du complot, mais qu'adviendra-t-il si l'Arabie saoudite et les autres pays de l'OPEP continuent de produire au même rythme? Ils réalisent des profits même à 30 $ le baril. Certains laissent entendre qu'ils le font pour obliger ceux qui font de la fragmentation, qui exploitent les sables bitumineux ou qui trouvent d'autres moyens d'extraire du pétrole, à cesser leurs activités dans ce secteur. Pouvez-vous d'abord me dire si vous pensez qu'une telle théorie puisse être fondée?

Ma dernière question concerne la Libye qui occupe le troisième rang mondial pour l'importance de ses ressources. Quels seront les effets ressentis par notre économie et notre industrie pétrolière lorsque le gouvernement libyen sera remis sur ses rails et que le pétrole de ce pays recommencera à couler?

M. Hall : Je peux bien commencer à répondre. Pour ce qui est des manœuvres qui ont cours, si je puis dire, au niveau de la production, je ne crois pas qu'il puisse exister, pour un pays comme l'Arabie saoudite, d'autres motivations à la surproduction dans le contexte actuel que la seule volonté d'en tirer un avantage concurrentiel. On peut toujours espérer obtenir une hausse du

that, the ability of U.S. shale to switch on and off is very sensitive around well-known price markers. The dilemma for a nation that was playing the game that way would be how far up can you drive up prices before that supply comes back on again and all you have is a volatile situation where the price is going to be less than what you actually need to break even fiscally.

I can only guess. We're trying to get our minds around that as much as anybody else is, but that's what seems most reasonable to me.

What I would say is that this isn't a game that can be played infinitely because certain Gulf states have remarkably had to tap international financial markets by going out and borrowing in them. These were ones that had multiple hundred-billion-dollar solid wealth funds that didn't need to tap into international markets and are maybe doing this just to set the stage. I don't believe they need the money at this point in time, but the annual cost to a place like Saudi Arabia of $60 or $50 oil is the flip side of the benefit that a Europe or a U.S. would have. To them alone, by our estimations, it cost them $100 billion at a price of $40 to $45.

There isn't an ability on their part, or on the part of other Gulf states, to play this game into perpetuity without there being significant consequences.

The Chair: We'll go to 6:15 p.m. if that's all right with the witnesses. We'll kind of zip through here because I want a few minutes for us to discuss a study resolution that we can continue on regarding interprovincial trade. I've got Senators Black, Maltais and Massicotte right now for a second round.

Senator Black: In that regard, with some direction from you, I don't have so much a question as a series of observations based on what I've heard. I want to know whether you think it's appropriate for me to share my observations or not.

The Chair: Why don't the people who have questions finish and if there is time, I would love to have that.

Senator Black: Thank you.

[*Translation*]

Senator Maltais: I have a very quick question. Could the depreciation of the Canadian dollar compared with the American dollar tempt U.S. investors to acquire Canadian companies?

prix de cette manière, mais il est intéressant de noter que l'industrie américaine du gaz de schiste peut arrêter et reprendre assez facilement sa production à des niveaux de prix bien précis. Un pays qui se livre à une telle manœuvre doit alors se demander jusqu'à quel point il peut faire monter les prix avant que cette source d'approvisionnement reprenne du service pour créer une situation de volatilité où le prix sera en fait inférieur au niveau nécessaire pour faire ses frais.

Ce ne sont là que de simples hypothèses. Nous ne sommes pas les seuls à essayer d'y voir clair, mais c'est une explication qui m'apparaît tout à fait plausible.

Je dirais toutefois que c'est un jeu qu'on ne peut pas pratiquer indéfiniment comme en témoigne cette situation assez particulière qui a vu certains pays du Golfe contracter des emprunts sur les marchés financiers internationaux. Ce sont les mêmes pays qui pouvaient compter sur de solides fonds souverains de plusieurs centaines de milliards de dollars et qui n'avaient pas besoin d'emprunter sur les marchés internationaux. Il est d'ailleurs possible qu'ils le fassent uniquement pour préparer les prochaines étapes. Je ne crois pas qu'ils aient besoin de cet argent actuellement, mais l'envers de la médaille de la prime dont nous parlions pour l'Europe ou les États-Unis, c'est le coût annuel que doit assumer un pays comme l'Arabie saoudite lorsque le pétrole est à 50 $ ou 60 $ le baril. D'après nos estimations, il en coûte 100 milliards de dollars à ce pays à lui seul lorsque le prix se situe entre 40 et 45 $.

Que ce soit ce pays ou d'autres pays du Golfe, ils ne peuvent jouer à ce jeu indéfiniment sans qu'il y ait de conséquence importante.

Le président : Si les témoins n'y voient pas d'objections, nous allons poursuivre la réunion jusqu'à 18 h 15. Nous allons accélérer le rythme en quelque sorte, car je veux que nous poursuivions la discussion sur une étude portant sur le commerce interprovincial. Pour le deuxième tour, ma liste comprend les sénateurs Black, Maltais et Massicotte.

Le sénateur Black : À ce sujet, je n'ai pas vraiment de question, mais j'ai des observations sur ce que j'ai entendu. J'aimerais que vous me disiez si vous trouvez approprié que je les présente.

Le président : Laissons d'abord les sénateurs qui souhaitent poser des questions le faire. S'il reste du temps, je serai très ravi d'écouter vos observations.

Le sénateur Black : Merci.

[*Français*]

Le sénateur Maltais : J'ai une très courte question. La dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain ne donnerait-elle pas la tentation aux investisseurs américains d'acquérir des entreprises canadiennes?

Mr. Hall: That is quite possible. They currently need capacity. So it is quite possible they may see an opportunity here based on their capacity and the price of our currency. Every company can see such opportunities.

My concern when it comes to the U.S. economy is that it may be unable to create the capacities it needs when it comes to its orders currently. That is why I am not sure we are vulnerable right now, but the opportunities are there.

Over the past 18 months, some amazing investments have been announced in the automotive and auto parts sector. That was the case at Ford, Fiat, Chrysler, Honda and Toyota. I believe that was a primary wave of U.S. or international investments in Canadian companies.

Senator Bellemare: I have a quick question. It has to do with the concerns of senators Ringuette and Campbell. As part of the monetary policy, why don't the Bank of Canada and the Department of Finance agree to have the same objectives as the U.S. Federal Reserve, where the monetary policy is focussed not only on containing inflation, but also on maintaining a solid level of employment? People would be reassured by knowing that the monetary policy is officially taking that aspect into account.

Mr. Murchison: In the vast majority of cases, those two objectives are well served through a target for inflation. When a negative shock occurs in the demand, we see that employment and inflation decrease. By reducing the interest rates, we stimulate the economy, and that is how inflation is increased.

At the Bank of Canada, we see that there is no real compromise, in most cases, between those two objectives.

Senator Bellemare: That would be a good reason to include it. We would then be reassured that the concern is real.

Mr. Murchison: I would add that, when the governor talks about our forecasts for the economy and the reasons why we are decreasing or increasing interest rates, as well as about forecasts for inflation, he is talking about our outlook for the real economy, the output gap and the gross domestic product growth rate. As I said, I believe that the two go hand in hand.

Senator Massicotte: I would like to continue somewhat along the same lines. We know that the dollar is suffering tremendously because Canada is seen as an economy based on natural resources. Am I wrong to say that 25 per cent of the GDP comes from natural resources and 15 per cent comes from oil and hydrocarbons?

Mr. Murchison: Commodities, including the energy sector, account for 16 per cent to 17 per cent of the GDP.

M. Hall : C'est bien possible. Ils ont besoin de capacité en ce moment. Il est donc tout à fait possible qu'en regardant leur capacité et le prix de notre devise, ils y voient une opportunité. Chaque entreprise est en mesure de voir de telles opportunités.

J'ai une crainte pour ce qui est de l'économie américaine, et c'est qu'elle ne soit pas en mesure de créer les capacités dont elle a besoin en ce qui concerne ses commandes actuellement. Je ne suis pas certain que nous soyons vulnérables en ce moment, à cause de cela, mais les opportunités sont là.

Dans le secteur automobile et des pièces automobiles, on a annoncé des investissements spectaculaires au cours des 18 derniers mois. C'était le cas chez Ford, Fiat, Chrysler, Honda et Toyota. Je crois qu'il s'agissait d'une vague primaire d'investissements américains ou internationaux dans les entreprises canadiennes.

La sénatrice Bellemare : J'aurais une petite question. Elle est liée aux préoccupations des sénateurs Ringuette et Campbell. Pourquoi la Banque du Canada et le ministère des Finances ne s'entendent-ils pas pour avoir, dans le cadre de la politique monétaire, les mêmes objectifs que la réserve fédérale américaine, où la politique monétaire vise non seulement à contenir l'inflation, mais aussi à maintenir un bon niveau d'emploi? Il serait rassurant pour les gens de savoir que la politique monétaire tient compte de cette dimension de façon officielle.

M. Murchison : Dans la grande majorité des cas, ces deux objectifs sont bien servis au moyen d'une cible pour l'inflation. Lorsqu'il y a un choc négatif à la demande, on constate que l'emploi et l'inflation diminuent. En diminuant les taux d'intérêt, on arrive à stimuler l'économie, et c'est ainsi que l'on fait augmenter l'inflation.

À la Banque du Canada, on constate qu'il n'y a pas vraiment de compromis, dans la grande majorité des cas, entre ces deux objectifs.

La sénatrice Bellemare : Ce serait une bonne raison pour l'inclure. Nous aurions ainsi l'assurance qu'il s'agit d'une réelle préoccupation.

M. Murchison : J'ajouterais que, lorsque le gouverneur parle de nos prévisions pour l'économie et des raisons pour lesquelles nous baissons ou augmentons les taux d'intérêt, ainsi que les prévisions pour l'inflation, il parle de nos perspectives sur l'économie réelle, de l'écart de production et du taux de croissance du PIB. Comme je l'ai dit, je crois que les deux vont ensemble.

Le sénateur Massicotte : J'aimerais poursuivre un peu dans la même veine. Nous savons que le dollar souffre énormément en raison du fait que l'on perçoit le Canada comme une économie fondée sur les ressources naturelles. Est-ce que je me trompe en disant que 25 p. 100 du PIB provient des ressources naturelles et que 15 p. 100 provient du pétrole et des hydrocarbures?

M. Murchison : Les matières de base, ce qui comprend le secteur de l'énergie, représentent environ de 16 à 17 p. 100 du PIB.

Senator Massicotte: What about hydrocarbons, excluding all natural resources?

Mr. Murchison: If we exclude other sectors, oil and natural gas account for 5 per cent of the GDP.

Senator Massicotte: When we look at the transactions from the perspective of our dollar on the market, what percentage or figure represents the trade of imported and exported products? What percentage represents investments? Are those real trade transactions of products and services?

Mr. Murchison: The fact that a reaction is occurring so quickly is anticipation that the demand for the Canadian dollar will drop, since the price of our exports has decreased. I don't think this is speculation. As I said in the beginning, the falling dollar we have seen so far is totally consistent with the drop in the price of oil and commodities. When we look at the situation from that perspective, there is really no room for speculation.

[*English*]

The Chair: Could I ask one last question before I go to you, Senator Black?

Senator Black: You are the chairman.

The Chair: It is not that we haven't been through this before and had the same conversation about oil and the Canadian dollar. If the economy strengthens, are there other things that will drive up our value of the dollar compared to the U.S. dollar, even if oil prices remain between $40 and $60 a barrel? Is there anything we can do to increase the value of the dollar, or do we just wait for gold to go up?

Mr. Murchison: It comes back to the fact that it is supply and demand. You can have an increase in demand for Canadian dollars because the price per unit you are selling is high, or you can have strength in the Canadian dollar because the quantity that you are exporting is strong. A country that has a strong current account because they are receiving very high prices for their goods, or because they are very competitive and are exporting a lot quantity-wise — either one of those can have an important bearing on the value of the dollar.

The Chair: Anything we can do to make Canada an inviting place for business, that is what we are looking at. We are looking for people who want to come in and spend money in this country, and that will have an effect on the Canadian dollar.

Senator Massicotte: A low dollar helps.

The Chair: Not necessarily. I am just asking that question.

Le sénateur Massicotte : Qu'en est-il des hydrocarbures, exception faite de l'ensemble des ressources naturelles?

M. Murchison : Si on exclut les autres secteurs, le pétrole et le gaz naturel représentent 5 p. 100 du PIB.

Le sénateur Massicotte : Lorsqu'on examine les transactions du point de vue de notre dollar sur le marché, quel pourcentage ou quel chiffre représente les échanges de produits importés et exportés? Quel pourcentage représente les investissements? Est-ce que ce sont de vraies transactions d'échanges de produits et de services?

M. Murchison : Le fait qu'une réaction se produise si rapidement est l'anticipation qu'il y aura une baisse de la demande pour le dollar canadien, étant donné que le prix de nos exportations a diminué. D'après moi, il ne s'agit pas de spéculation. Comme je l'ai dit au début, la baisse du dollar qu'on a observée jusqu'à présent est tout à fait cohérente avec la baisse du prix du pétrole et du prix des matières de base. Lorsqu'on l'envisage dans cette perspective, il n'y a pas vraiment de place pour la spéculation.

[*Traduction*]

Le président : Puis-je poser une dernière question avant de vous céder la parole, sénateur Black?

Le sénateur Black : C'est vous le président.

Le président : Nous avons déjà parlé de ce sujet et avons eu la même discussion sur le pétrole et le dollar canadien. Si l'économie se rétablit, y a-t-il autre chose qui fera grimper la valeur de notre dollar par rapport au dollar américain même si les prix du pétrole se situent toujours entre 40 et 60 $ le baril? Y a-t-il des mesures que nous pouvons prendre pour faire augmenter la valeur du dollar? Devons-nous plutôt attendre que la valeur de l'or augmente?

M. Murchison : On en revient au fait qu'il s'agit d'offre et de demande. La demande de dollars canadiens peut augmenter parce que le prix par unité de ce que l'on vend est élevé, ou le dollar canadien peut être fort parce qu'on exporte en grande quantité. Un pays dont le compte courant est fort parce qu'il reçoit de forts prix pour ses produits, ou parce qu'il est très concurrentiel et exporte en grande quantité — les deux ont un effet important sur la valeur du dollar.

Le président : Nous nous penchons sur toute mesure que nous pouvons prendre pour que le Canada devienne un pays attrayant pour les entreprises. Nous cherchons des gens qui veulent venir investir dans notre pays, ce qui aurait une influence sur le dollar canadien.

Le sénateur Massicotte : Un dollar faible est utile.

Le président : Pas nécessairement. Je ne fais que poser la question.

Mr. Murchison: There are a whole host of factors. Any factor that drives up the demand for Canadian dollars will have that effect.

There is evidence that in the past countries that have taken measures to improve their competitiveness have tended to see an appreciation of their currencies.

The Chair: Thank you. Senator Black, you have a couple of minutes.

Senator Black: It is important that you know that we feel well-serviced by you folks thinking about these problems. I am sure that Canadians watching this are encouraged by the level of commitment and intelligence that is being shown.

Having said that, I know that my parents —

Mr. Hall: Are we going to have a chance to defend ourselves?

Senator Campbell: No, there is no time left.

Senator Black: It is a simple observation from a Prairie lawyer, recognizing that I am a senator from Alberta.

What folks in Alberta would have heard today from this is in terms of the increasing value of the Canadian dollar, which I think folks that I talk to would take as a good thing. People feel the dollar is too low now, whether they are business people or consumers.

People have heard today that we are hoping that China will stabilize. We are all hoping China will stabilize. We're hoping that the growth in the U.S. and the U.K. will continue because a rising ship raises us all, and we are hoping that energy imports and exports will recover — all matters basically outside of Canada's control, people are hearing. But people know that oil has always been our largest export. People know that that is currently constrained. People know, to the question that Senator Massicotte asked, that the direct and indirect value of the GDP of energy, writ large — mining — comes in around 20 per cent or a little bit north of that. That can't be replaced by tourism or pharmaceuticals or auto parts. It's not going to happen, and Canadians know that it's not going to happen. They know that until we get the price of oil up, the value of the dollar is going to stay down.

So I am just simply suggesting to you, respectfully, that a large part of your policy thinking, in all of your various branches, needs to go to encouraging market access for our energy. That is the block in the system now. We cannot sell our product. Our largest competitor is now the U.S. You now know, of course, that they can export oil. That situation has only become worse, and we are constrained. The price of Canadian oil is now the lowest in the world. That is why the dollar is low. Until we deal with that, I respectfully submit, the dollar is going to stay low.

M. Murchison : Il y a toutes sortes de facteurs. N'importe quel facteur qui fait augmenter la demande de dollars canadiens aura cet effet.

Dans le passé, certains pays ont pris des mesures pour devenir plus concurrentiels et ont vu une revalorisation de leur monnaie.

Le président : Merci. Sénateur Black, vous disposez de deux ou trois minutes.

Le sénateur Black : Sachez que nous nous sentons bien servis par vous qui réfléchissez à ces problèmes. Je suis sûr que les Canadiens qui nous regardent trouvent encourageant de voir votre engagement et votre intelligence.

Cela dit, je sais que mes parents...

M. Hall : Aurons-nous la possibilité de nous défendre?

Le sénateur Campbell : Non, car il ne reste plus de temps.

Le sénateur Black : Il s'agit d'une simple observation qui a été faite par un avocat des Prairies; je suis un sénateur de l'Alberta.

Concernant ce que les Albertains comprendraient de ce qu'ils entendent aujourd'hui au sujet de la hausse du dollar canadien, les gens avec lesquels je discute verraient cela d'un bon œil. Qu'il s'agisse de gens d'affaires ou de consommateurs, les gens pensent que le dollar est trop faible présentement.

Les gens nous ont entendus dire aujourd'hui que nous souhaitons la stabilisation de la Chine. Nous l'espérons tous. Nous espérons que la croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni se poursuivra, car nous en bénéficierons tous. Nous espérons également voir une reprise des importations et des exportations d'énergie. Ce sont tous des facteurs que, pour l'essentiel, le Canada ne contrôle pas, selon ce qu'entendent les gens. Or, les gens savent que le pétrole a toujours été notre principal secteur d'exportation. Ils savent qu'il fait face à des contraintes à l'heure actuelle. Pour revenir à la question qu'a posée le sénateur Massicotte, ils savent que, concernant la valeur directe et la valeur indirecte de l'énergie, le secteur de l'énergie — le secteur des mines — représente environ 20 p. 100 du PIB ou un peu plus. On ne peut pas remplacer ces ressources par le tourisme, des produits pharmaceutiques ou des pièces d'automobiles. C'est impossible, et les Canadiens le savent. Ils savent que tant que le prix du pétrole n'augmentera pas, la valeur du dollar demeurera faible.

C'est pourquoi je propose simplement et respectueusement qu'une bonne partie de votre réflexion, dans vos différents secteurs, porte sur des moyens de favoriser l'accès au marché pour notre énergie. C'est l'obstacle auquel fait face notre système présentement. Nous ne pouvons pas vendre notre produit. Les États-Unis sont notre principal concurrent. Comme vous le savez maintenant, bien entendu, ce pays peut exporter du pétrole. La situation ne fait qu'empirer et nous sommes désavantagés. À l'heure actuelle, le prix du pétrole canadien est le plus bas au monde. Voilà pourquoi le dollar est faible. Tant que nous ne réglons pas le problème, à mon humble avis, le dollar demeurera faible.

So I urge you because clearly you all get it: Do what you can in your respective areas to get the nation to start addressing this issue. If we fix that, we fix a lot of problems. So ends the sermon.

The Chair: You can't just let him get away with that, Mr. Hall.

Mr. Hall: And I don't feel the need to defend myself.

What I will say in response is that Export Development Canada has been a huge proponent, over the last decade at least, of diversification of our markets beyond our traditional markets. Not to ignore our traditional markets — they are our bread and butter — but diversification and in all industries. The least diversified industry that we have, on the export side of things, is oil and gas. That's all I'll say.

The Chair: Okay. Thank you, witnesses. That was excellent today. Tomorrow, we meet again at 10:30. We have the leading economists from four major banks here tomorrow, so we have quite the witness list. We will start at 10:30. In the meantime, I want the room cleared so that we can go in camera to discuss a resolution to take to the Senate on a future study. Only staff and senators remain, please.

(The committee continued in camera.)

Vous comprenez tous la situation, et je vous encourage donc vivement à faire ce que vous pouvez, dans vos secteurs respectifs, pour que la nation commence à s'attaquer au problème. Si nous réglons ce problème, nous en réglerons beaucoup d'autres. C'est ce qui met fin à mon sermon.

Le président : Vous ne pouvez pas le laisser s'en tirer comme cela, monsieur Hall.

M. Hall : Et je ne me sens pas obligé de me défendre.

En réponse à cela, je dirai que depuis 10 ans du moins, Exportation et développement Canada est un grand défenseur de la diversification de nos marchés, de l'idée qu'il nous faut nous imposer sur d'autres marchés que nos marchés traditionnels. Il ne s'agit pas d'oublier nos marchés traditionnels — nos moyens d'existence —, mais bien de diversifier les marchés, et ce, dans tous les secteurs. L'industrie la moins diversifiée que nous avons, sur le plan des exportations, c'est celle du pétrole et du gaz. C'est tout ce que je dirai.

Le président : D'accord. Je remercie les témoins. Nous avons eu une excellente réunion aujourd'hui. Une autre réunion est prévue demain, à 10 h 30. Nous accueillerons d'éminents économistes de quatre grandes banques et nous avons donc une belle liste. La réunion commencera à 10 h 30. D'ici là, je voudrais que les gens quittent la salle pour que nous poursuivions nos travaux à huis clos afin de discuter d'une résolution concernant une étude à venir. Seuls le personnel et les sénateurs peuvent demeurer dans la salle.

(La séance se poursuit à huis clos.)

OTTAWA, Thursday, February 4, 2016

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 10:30 a.m. to study the present state of the domestic and international financial system (topic: The causes and effects of the recent decline in the Canadian dollar exchange rate).

Senator David Tkachuk (*Chair*) in the chair.

[*English*]

The Chair: This is the second meeting of the standing committee on the issue of the dollar. My name is David Tkachuk, and I'm the chair.

As we talked about yesterday and as I mentioned yesterday, the dollar has been down considerably for some time now, and it has risen moderately lately, opening today at 72.56 cents and now a little bit over 73 cents. So maybe we should just keep on talking.

Today, we have a panel of fabulous witnesses from the financial institutions, who are going to give their perspective. I'd like as much discussion as possible. We're asking that all of them participate for five minutes so that we have lots of time for talk

OTTAWA, le jeudi 4 février 2016

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 10 h 32, pour étudier sur la situation actuelle du régime financier canadien et international (sujet : les causes et les effets de la baisse récente du taux de change du dollar canadien).

Le sénateur David Tkachuk (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Bienvenue à la deuxième réunion du comité sur la question du dollar. Je m'appelle David Tkachuk, et je suis le président du comité.

Comme nous l'avons dit hier, et comme je l'ai mentionné, le dollar est considérablement bas depuis un certain temps, mais il a un peu remonté dernièrement. Aujourd'hui, il a commencé à 72,56 cents et il a maintenant atteint un peu plus de 73 cents. Nous devrions peut-être juste continuer d'en parler.

Aujourd'hui, nous accueillons un groupe de témoins formidables qui représentent des institutions financières et qui nous communiqueront leurs points de vue. J'aimerais consacrer le plus de temps possible à la discussion. Nous leur demandons donc

and discussion. Witnesses, if you want to intercede when someone is giving an answer and someone else wants to add to it, I appreciate that as well.

de limiter leur exposé à cinq minutes, afin que nous ayons amplement le temps de discuter. Mesdames et messieurs les témoins, je vous prie de me faire signe si une personne souhaite formuler un commentaire pendant qu'une autre répond à une question.

From BMO Financial Group, we have Doug Porter, Chief Economist. From the Canadian Imperial Bank of Commerce, we have Royce Mendes, Director and Senior Economist. From the Desjardins Group, we have Jimmy Jean, Senior Economist. From the Royal Bank of Canada, we have Dawn Desjardins, Vice President and Deputy Chief Economist. From Scotiabank, we have Jean-François Perrault, Senior Vice President and Chief Economist. And from the TD Bank Financial Group, we have Derek Burleton, Vice President and Deputy Chief Economist.

Nous accueillons tout d'abord Doug Porter, économiste en chef à BMO Groupe financier. Nous accueillons également Royce Mendes, directeur et économiste principal, Banque Canadienne Impériale de Commerce. Du Mouvement Desjardins, nous avons Jimmy Jean, économiste principal. Nous recevons également Dawn Desjardins, vice-présidente et économiste en chef déléguée, Banque Royale du Canada. De la Banque Scotia, nous accueillons Jean-François Perrault, premier vice-président et économiste en chef. Enfin, nous accueillons Derek Burleton, vice-président et économiste en chef adjoint pour le Groupe financier Banque TD.

We'll proceed with the opening statements and then move to senators' questions.

Nous entendrons d'abord les exposés des témoins et les sénateurs pourront ensuite poser des questions.

I have to vacate the chair at maybe quarter after 12 or thereabouts. I know we're slated to go to 12, but, if we have to go to 12:30, that would be great. So I'll ask a member of the steering committee to do that if the deputy chair is not here. Anyway, we'll leave that with you.

Je dois quitter la réunion vers 12 h 15. Je sais que la réunion doit se terminer à 12 heures, mais si nous devons poursuivre les discussions jusqu'à 12 h 30, il n'y a pas de problème. Je demanderais donc à un membre du comité de direction de prendre la relève si la vice-présidente n'est pas ici. De toute façon, vous déciderez.

I'm going to call on the first witness: from BMO, Doug Porter, Chief Economist.

Je vais maintenant donner la parole au premier témoin, c'est-à-dire Doug Porter, économiste en chef chez BMO Groupe financier.

Doug Porter, Chief Economist, BMO Financial Group: I'm very pleased to be here with you and the members of the committee and my economist colleagues for the discussion on the causes and effects of the recent decline in the Canadian dollar.

Doug Porter, économiste en chef, BMO Groupe financier : Je suis très heureux d'être ici avec vous, membres du comité et collègues économistes, pour participer à cette discussion sur les causes et les effets de la dépréciation récente du dollar canadien.

As a little bit of a backdrop, 2015 was the Canadian dollar's second-worst year on record, when it fell by 16 per cent in the calendar year. Earlier this year, it was down further to a 13-year low, hit by financial market volatility globally, disappointing economic data, another deep dive in oil prices, and geopolitical surprises, before it rebounded in recent days.

Pour vous donner un peu de contexte, l'année 2015 arrive au deuxième rang parmi les pires années de l'histoire du dollar canadien, avec une chute de 16 p. 100. Plus tôt cette année, il a atteint son point le plus bas en 13 ans, en raison de la volatilité des marchés financiers mondiaux, de données économiques décevantes, d'une autre chute vertigineuse des cours du pétrole et de surprises géopolitiques, avant de remonter au cours des derniers jours.

We believe that there have been three primary factors behind the steep decline in the past few years. The biggest weight, in our view, has been the relentless plunge in oil prices, which have plummeted to multi-year lows. Our estimate is that for every $10 move in oil prices, the Canadian dollar tends to move in the same direction by 3 to 5 cents, so, arguably, this plunge in oil prices alone explains the lion's share in the drop of the currency in the past few years.

Nous croyons que la forte baisse du dollar au cours des dernières années est attribuable à trois facteurs principaux. À notre avis, le facteur le plus important demeure la baisse impitoyable des prix du pétrole; ils ont atteint leur niveau le plus bas depuis des années. Nous estimons que pour chaque fluctuation de 10 $ des prix du pétrole, le dollar canadien fluctue de 3 à 5 cents dans la même direction. Il s'ensuit qu'à elle seule, la dégringolade des prix du pétrole représente incontestablement la part du lion dans la chute de la devise ces dernières années.

The second factor is that there has also been direct divergence in monetary policy between the U.S. and Canada, with the U.S. Federal Reserve raising rates last year, at the end of the year, and the Bank of Canada cutting rates twice. Suffice it to say, it is

Le deuxième facteur est lié à la divergence entre les politiques monétaires américaine et canadienne, la Réserve fédérale ayant haussé ses taux à la fin de l'année dernière, alors que la Banque du Canada réduisait les siens à deux reprises. Il est extrêmement rare

exceptionally unusual to have the two central banks travelling in opposite directions. The closest parallel that we can find in recent decades was in 2002 and 2003, when the shoes were on the opposite feet. That episode was also characterized by a violent reset in the exchange rate; 2003, in fact, saw the Canadian dollar have its best year on record, when it rose by more than 22 per cent in a single year.

The third factor is that there has been underlying broad-based strength in the U.S. dollar. The U.S. dollar has risen against every major currency in the world in each of the past two years, and we still believe that there's reason to believe that 2016 will make it three years in a row where the U.S. dollar will be the strongest currency in the world. This does imply that the Canadian dollar is not alone in its plight, with almost all major currencies dropping deeply against the greenback in the last two years.

Those are the three biggest factors driving the currency. However, we would submit that another factor chipping away at it could also be a little bit of concern over Canada's fiscal outlook. It's now almost conventional wisdom that the coming budget will reveal a deficit target considerably larger than the previously pledged limit of $10 billion. After all, if the government's medium-term goal is to keep debt to GDP stable or falling, that allows room for deficits of as much as $20 billion annually, assuming that nominal GDP growth is around 3.5 per cent.

On top of that turnabout in federal finances, many provinces remain under fiscal pressure, with even Alberta losing its triple-A credit rating late last year.

Looking through the rest of this year for the currency, it appears that most of these underlying factors are not going to go away, so we believe that that leaves stabilization or potential stabilization in oil and other resource prices as the last line of possible defence for the loonie. Given that we don't expect oil prices to meaningfully stabilize until later this year, we think that the currency is likely to remain under pressure and end the year not terribly different from where we find ourselves today. Based on our projection for oil prices, we then look for the dollar to return to the mid 70-cent level by the end of 2017.

There are several implications to this lower level of the dollar. For domestic businesses, we believe it is a double-edged sword. It's a common refrain to say that the weaker loonie is an economic positive, given that it provides a lift to exporters and really anyone who has to compete internationally, and it definitely strongly benefits the tourism industry.

que les deux banques centrales prennent des décisions opposées. Le plus proche parallèle que l'on puisse établir au cours des dernières décennies remonte à 2002 et 2003, où l'on s'était trouvé en situation opposée. Cet épisode avait aussi été marqué par un rajustement abrupt du taux de change; en fait, l'année 2003 a été la meilleure de l'histoire du dollar canadien, car il a augmenté de plus de 22 p. 100 cette année-là.

Le troisième facteur est lié à la vigueur sous-jacente du dollar américain. En effet, la devise américaine a augmenté comparativement à toutes les plus grandes devises du monde au cours des deux dernières années, et on a toutes les raisons de croire qu'il en sera de même en 2016, où elle sera la plus forte devise dans le monde pour une troisième année consécutive. Cela signifie que le dollar canadien n'est pas seul dans sa situation, puisque la plupart des grandes devises s'affaissent devant le billet vert depuis les deux dernières années.

Ce sont là les trois principaux facteurs qui influent sur la devise. Toutefois, un autre facteur pourrait aussi miner la devise, soit les préoccupations liées aux perspectives financières canadiennes. On admet généralement que le prochain budget révélera un objectif en matière de déficit considérablement plus élevé que l'engagement précédemment annoncé d'une limite de 10 milliards de dollars. Après tout, si l'objectif à moyen terme du gouvernement consiste à viser la stabilité ou la diminution du ratio dette publique et PIB, le gouvernement aura la marge de manœuvre requise pour assumer des déficits annuels d'environ 20 milliards de dollars, en supposant une croissance du PIB nominal d'environ 3,5 p. 100.

Outre ce revirement dans les finances fédérales, plusieurs provinces subissent toujours des pressions financières, l'Alberta ayant même perdu sa cote de crédit AAA à la fin de l'année dernière.

La plupart de ces facteurs devraient continuer d'influer sur la devise pendant le reste de l'année, et nous croyons donc que la stabilisation ou la stabilisation potentielle des prix du pétrole et des autres ressources reste la dernière ligne de défense possible du huard. Toutefois, comme nous ne prévoyons pas de stabilisation des cours du pétrole avant la fin de l'année, nous pensons que le dollar canadien restera probablement sous pression et qu'il terminera l'année à un taux sensiblement semblable à celui d'aujourd'hui. En nous fondant sur nos projections pour les cours du pétrole, nous pensons que le dollar remontera aux environs de 75 cents vers la fin de 2017.

La baisse du dollar entraîne son lot de répercussions. À notre avis, il s'agit d'un couteau à double tranchant pour les entreprises canadiennes. En effet, on a l'habitude de dire qu'un dollar plus faible est un atout pour l'économie, puisqu'il donne un coup de pouce aux exportateurs et aux entreprises qui mènent des affaires sur la scène internationale, et il profite grandement au tourisme et aux loisirs.

Manufacturing does generally benefit from the drop in the currency, as its products become more competitive and/or profit margins expand, but it's questionable whether Canada still has the export capacity to fully take advantage of the more competitive currency.

Certainly, a weaker loonie helps existing firms, but the currency probably isn't quite low enough for long enough yet to attract significant new investment. Moreover, there are some downsides for businesses from the weaker currency, most notably higher import costs, and even manufacturers that would seemingly gain from the lower currency can see negative side effects as many domestic products have quite high import content.

Meanwhile, for consumers, the lower currency is clearly bad news. The low value of the currency is clipping Canadian consumer buying power, especially in the form of higher import prices, most notably for fruit and vegetables so far. In fact, over the past year, Canadian prices for fresh vegetables are up by more than 13 per cent as of mid-November. Just to put that in perspective, U.S. fresh vegetable prices, over the same period, have risen by just 0.4 per cent, so that entire 13 per cent rise can be put down to the weakness in the currency alone. All in, the hit to consumer buying power points to a period of slower real consumer spending growth versus the U.S. and versus the rest of the economy. In fact, we would argue that a weak currency is probably a bigger risk to Canadian consumers at this point than record household debt.

On the investor side, meanwhile, for those choosing to remain in or come back to Canada, it's useful to note that the energy sector is one of the larger beneficiaries of a lower currency, at least from an earnings perspective, although weak commodity prices are dominating that effect.

Export-intensive industries with costs predominantly in Canada, as well as banks with U.S. operations, stand to see a small earnings boost. Those sectors with a large share of imported costs could struggle before accounting for any hedging activity.

Mr. Chair, thank you for the opportunity to be here today. I look forward to answering committee members' questions.

The Chair: Thank you, Mr. Porter.

Royce Mendes, Director and Senior Economist, Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC): Good morning, Mr. Chair and honourable senators. I would like to thank you for inviting me to share my analysis of the causes and effects of the recent decline in the value of the Canadian dollar.

L'activité manufacturière profite généralement d'un recul de la devise, car ses produits deviennent plus concurrentiels, ses marges de profit augmentent ou les deux, mais on peut se demander si le Canada a encore la capacité de fabrication et d'exportation nécessaire pour profiter pleinement d'une devise plus concurrentielle.

Un huard plus faible aide certainement les entreprises existantes, mais la devise n'est probablement pas encore assez faible depuis assez longtemps pour attirer de nouveaux investissements substantiels. De plus, un dollar faible cause des inconvénients aux entreprises, notamment des coûts d'importation plus élevés. Même les manufacturiers qui profitent apparemment d'un huard plus faible peuvent déplorer des effets secondaires, puisque nombre de produits canadiens ont un contenu élevé en biens importés.

Pour le consommateur, d'autre part, la faiblesse du dollar n'a rien de réjouissant. La faible valeur du huard réduit son pouvoir d'achat, car les prix des produits importés montent en flèche, tout particulièrement celui des fruits et des légumes. En fait, au cours de l'année dernière, les prix canadiens des légumes frais ont connu une hausse de plus de 13 p. 100 en date de la mi-novembre. Pour mettre les choses en perspective, aux États-Unis, les prix des légumes frais, au cours de la même période, ont seulement augmenté de 0,4 p. 100; il s'ensuit que la totalité de l'augmentation de 13 p. 100 peut être attribuée à la faiblesse de la devise. Dans l'ensemble, la réduction du pouvoir d'achat du consommateur annonce une période de ralentissement de la croissance des dépenses de consommation réelles par rapport aux États-Unis et au reste de l'économie. En fait, une devise plus faible constitue probablement un risque plus grand pour le consommateur canadien que l'endettement record des ménages.

Pour les investisseurs qui choisissent de continuer d'investir — ou de revenir — au Canada, il est utile de noter que le secteur de l'énergie est l'un des secteurs qui profitent le plus d'une devise plus faible sur le plan des gains, même si le faible prix des produits domine cet effet.

Les industries d'exportation intensive dont les coûts sont principalement engendrés au Canada, ainsi que les banques menant des activités aux États-Unis, devraient connaître une légère augmentation de leurs recettes, tandis que les secteurs dont les coûts sont largement associés aux biens importés pourraient avoir de la difficulté avant de comptabiliser des activités de couverture.

Monsieur le président, je tiens à vous remercier de m'avoir donné l'occasion de comparaître aujourd'hui. J'ai hâte de répondre aux questions des membres du comité.

Le président : Merci, monsieur Porter.

Royce Mendes, directeur et économiste principal, Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC) : Bonjour, monsieur le président, et bonjour, honorables sénateurs. J'aimerais vous remercier de m'avoir invité à vous communiquer mon analyse des causes et des effets de la baisse récente du taux de change du dollar canadien.

Let me begin my opening remarks by making two brief points that summarize my views. First, the cause of the decline in the exchange rate has largely been the result of the sharp fall in global oil prices. While the divergence in monetary policy between Canada and the U.S. has also been blamed for the depreciation, that deviation occurred only as a result of the fall in oil prices.

Second, the only brief statement I can make about the effects of the decline in the Canadian dollar is that I simply cannot make a brief statement. The effects will be complex and wide-ranging. As a result, I will spend much of my opening remarks discussing these dynamics.

To be clear, while the fall in oil prices is a negative for Canada's economy, the decline in the exchange rate will mitigate the effects. It will act as a shock absorber and spur necessary adjustments within the economy. The weaker Canadian dollar will cause both labour and capital to migrate towards industries that will benefit from the depreciation in the exchange rate. That being said, the process will not be smooth, and the gains will not be evenly distributed.

Moreover, the negative aspects of the depreciation are front-loaded. Weakness in the Canadian dollar has already added more than half a percentage point to inflation, notably in the prices of imported goods. Indeed, the prices of certain imported food items have made headlines recently given that they are placing a disproportionate burden on lower income households.

But, it's important to keep in mind that this is part of the adjustment process; and, over time, the net result of the depreciation will prove beneficial for Canadians by supporting the labour market and increasing global demand for our exports. Indeed the depreciation in the currency has already made our exports more competitive on the global stage. Although it will take more time for capacity to be built to fully take advantage of this new environment, the seeds of growth have been sewn.

That said, it should be noted that external headwinds will cause this adjustment process to take even longer than in past cycles. Weak global growth combined with the depreciation of other currencies is making it more difficult for Canada to fully take advantage of the decline in the exchange rate. Moreover, while the U.S. has been one of the lone bright spots in the global economy, its manufacturing sector has been suffering from the effects of a strong dollar. With a large portion of Canada's manufactured goods feeding into U.S. supply chains, that weakness has also been felt north of the border. Over time, these headwinds should fade; but it's important to keep in mind that absent a weaker Canadian dollar, our nation's exporters would be in even worse shape.

Permettez-moi de commencer mon exposé en formulant deux brefs commentaires qui résument mon point de vue. Tout d'abord, la cause de la baisse du taux de change est en grande partie attribuable à la chute des prix mondiaux du pétrole. Même si on a également montré du doigt la divergence en matière de politique monétaire entre le Canada et les États-Unis pour expliquer la dépréciation, cet écart a seulement été provoqué en raison de la chute des prix du pétrole.

Deuxièmement, le seul bref commentaire que je peux formuler au sujet des effets du déclin du dollar canadien, c'est que je ne peux tout simplement pas me contenter de formuler un bref commentaire. Les effets seront complexes et étendus. Par conséquent, je passerai la plus grande partie de mon exposé à parler de ces dynamiques.

Soyons clairs : même si la chute des prix du pétrole engendre des répercussions négatives sur l'économie canadienne, la baisse du taux de change atténuera ces répercussions. En effet, elle servira à amortir le choc et elle encouragera les rajustements nécessaires au sein de l'économie. Le faible dollar canadien provoquera le déplacement de la main-d'œuvre et des capitaux vers les industries qui profiteront de la baisse du taux de change. Cela dit, ce processus ne s'effectuera pas en douceur, et les gains ne seront pas distribués uniformément.

De plus, les répercussions négatives de cette dépréciation se retrouvent à l'avant-plan. La faiblesse du dollar canadien a déjà fait augmenter l'inflation d'un demi-point de pourcentage, notamment en ce qui concerne le prix des biens importés. En effet, les prix de certains aliments importés ont fait les manchettes récemment, étant donné qu'ils représentent un fardeau disproportionné pour les ménages à faible revenu.

Toutefois, il est important de se rappeler que cela fait partie du processus de rajustement. Au fil du temps, le résultat net de cette dépréciation se traduira par des effets positifs pour les Canadiens, car elle appuiera le marché du travail et augmentera la demande mondiale pour nos exportations. En effet, la dépréciation de notre devise a déjà rendu nos exportations plus concurrentielles sur la scène mondiale. Même s'il faudra plus de temps pour bâtir la capacité nécessaire pour profiter pleinement de ce nouvel environnement, les bases de cette croissance ont été jetées.

Cela dit, il faut souligner que des vents contraires extérieurs rendront ce processus de rajustement plus long que dans les cycles précédents. La faible croissance mondiale, à laquelle s'ajoute la dépréciation d'autres devises, empêche le Canada de profiter pleinement de la baisse du taux de change. De plus, même si les États-Unis ont toujours été l'un des pays qui réussissent le mieux dans l'économie mondiale, son secteur de la fabrication a souffert des répercussions engendrées par la force du dollar. Étant donné qu'une grande partie des biens fabriqués au Canada alimente les chaînes d'approvisionnement américaines, cette faiblesse s'est également fait sentir au nord de la frontière. Au fil du temps, ces vents contraires devraient diminuer, mais il est important de se rappeler que sans un dollar canadien plus faible, la situation des exportateurs de notre pays serait encore pire.

While goods exports often take the spotlight, our analysis at CIBC suggests that more focus should be given to Canada's exportable services. Economics 101 textbooks suggest that services are difficult to export; as the old saying goes, you can't export a haircut. But technological advances combined with Canada's highly educated labour force have put the country in a unique situation to increase service exports. To be sure, after taking into account the exchange rate with the U.S., the services of Canadian Web developers, aerospace engineers and architects cost roughly half of what they do in the U.S. While those are some of the most extreme cases, they are useful illustrations of how competitive Canadian services have become on the global stage. As a result, the rebuilding of capacity in tradeable goods sectors should not be the sole barometer of the effects of the weak Canadian dollar.

Même si on parle surtout des biens d'exportation, l'analyse menée à la CIBC laisse croire qu'on devrait se concentrer plutôt sur les services exportables du Canada. En effet, les manuels d'introduction à l'économie semblent indiquer que les services sont difficiles à exporter; comme on dit, on ne peut pas exporter une coupe de cheveux. Toutefois, les percées technologiques, combinées à la main-d'œuvre hautement qualifiée du Canada, donnent au pays l'avantage assez unique d'être en mesure d'augmenter l'exportation de ses services. Après avoir tenu compte du taux d'échange avec les États-Unis, les services offerts par les concepteurs web, les ingénieurs en aérospatiale et les architectes coûtent environ la moitié de ce qu'ils coûtent aux États-Unis. Même s'il s'agit de cas extrêmes, ils illustrent bien à quel point les services canadiens sont devenus concurrentiels sur la scène mondiale. Par conséquent, on ne devrait pas se fier uniquement à la capacité de rebâtir le secteur des biens échangeables pour mesurer les effets du faible dollar canadien.

To sum up, the negative shock from oil prices and the associated decline in the Canadian dollar have set in motion an adjustment process that will take time to make its way through the economy. Areas of growth in Canada are shifting across industries and regions. While it's proving to be a bumpy road to recovery, it is a necessary process, given the shock the economy has sustained.

En résumé, les effets négatifs des prix du pétrole et la baisse du dollar canadien qu'ils ont provoquée ont lancé un processus de rajustement qui prendra du temps à s'intégrer à l'économie. Au Canada, les secteurs de croissance se déplacent entre les industries et les différentes régions. Même s'il s'agit d'une remontée difficile, c'est un processus nécessaire, étant donné le choc subi par l'économie.

This concludes my opening remarks. I look forward to the ensuing discussion.

C'est ce qui conclut mon exposé. J'ai hâte de participer à la discussion.

The Chair: Thank you, Mr. Mendes.

Le président : Merci, monsieur Mendes.

Jimmy Jean, Senior Economist, Desjardins Group: I will make my introductory remarks in French, but I will be able to take questions in both languages.

Jimmy Jean, économiste principal, Mouvement Desjardins : Je livrerai mon exposé en français, mais je serai en mesure de répondre aux questions dans les deux langues.

[*Translation*]

It is a pleasure and an honour to be part of the conversation today about the depreciation of the Canadian dollar. Clearly it is a subject at the heart of the economic debate, given the implications of a weak dollar on a variety of macroeconomic parameters, be it inflation, regional growth dynamics in the country, sectoral dynamics, or the overall purchasing power of the Canadian consumer. Several of these dynamics were discussed by my colleagues. We will probably have an opportunity to expand on these topics, but for now I will make the following preliminary remarks.

[*Français*]

C'est un plaisir et un honneur de prendre part à la conversation d'aujourd'hui au sujet de la dépréciation du dollar canadien. Évidemment, c'est un sujet qui est au cœur du débat économique, étant donné les implications d'un dollar faible sur une variété de paramètres macroéconomiques, que ce soit l'inflation, que ce soit les dynamiques régionales de croissance au pays, les dynamiques sectorielles ou le pouvoir d'achat global du consommateur canadien. Bon nombre de ces dynamiques ont été exposées par mes collègues. Nous aurons probablement l'occasion d'apporter des précisions, mais, pour l'instant, je ferai les remarques préliminaires suivantes.

First off, it is very difficult to talk about the Canadian dollar without mentioning oil. There is now talk of an oil supply shock, but how did we get here? There are a variety of factors I could list, but I want to draw your attention to the impact of worldwide prolonged and accommodative monetary policies that have contributed (and still contribute) to reducing the cost of credit and stimulating demand for capital. When you put this together with significant productivity gains in the energy sector, particularly in the U.S., and with what many have called — rightly or wrongly — a commodity price "super cycle," we see

D'emblée, il est très difficile de discuter du dollar canadien sans parler du pétrole. On parle en ce moment d'un choc de l'offre du pétrole, mais comment en est-on arrivé là? Il y a une variété de facteurs qu'on pourrait énumérer. J'aimerais attirer votre attention, entre autres, sur l'impact des politiques monétaires accommodantes et prolongées à l'échelle mondiale, qui ont contribué (et contribuent toujours, d'ailleurs) à réduire le coût du crédit et à stimuler la demande de capital. Lorsqu'on jumelle ce contexte aux gains importants de productivité du secteur énergétique, particulièrement aux États-Unis, et aussi à ce que

more and more what is beginning to look like a speculative bubble, characterized by the classic symptoms of overestimating profitability outlooks and underestimating risks, and therefore by overinvestment. So to make link with monetary policies, the irony is that the policies that were implemented in response to previous bubbles may well have sown the seeds of today's environment.

From there, to get to our question of the Canadian dollar, it is simply a story of correlation. Historically, oil and North American rate differentials explain most of the trends in the exchange rate. The depreciation of the Canadian dollar therefore reflects nothing more than the fulfillment of an almost immutable law. Oil dictates our terms of trade, and therefore our currency's fluctuations.

With respect to impacts, we know them pretty well. Based on the past, we can say that there will be some upward impact on inflation as the prices of imported goods cost more. This makes intuitive sense and, besides, we have seen it happen. But the uniqueness of our economic situation is that the vast majority of our economic agents are also net consumers of energy products, so the same products that are the source of the weaker dollar. So we must also take note of the fact that what we are currently losing in purchasing power for food, for example, we get back in the form of lower energy costs. In the first three quarters of 2015, households spent $6.7 billion less on fuel compared with the same period in 2014, equivalent to savings of $470 per household. That is not insignificant.

And that brings us to the question of regional differences. In the producing provinces, revenues are highly dependent on oil and unemployment is currently rising. So the positive effects of the dollar's depreciation pale in comparison to the headwinds caused by adjustments in the petroleum industry. However, in other provinces like Quebec, the impact is clearly positive. According to the results of our research, Quebec is one of the best-positioned provinces to take advantage of the dollar's depreciation, because of the structure of its exports. What we are seeing at this time is that there is a positive response from Quebec exports, but there are capacity constraints that have capped exports in this most recent period. Still, 10,000 manufacturing jobs were created in Quebec between December 2014 and December 2015, and if optimism holds, we may see renewed investment.

plusieurs ont nommé — à tort ou à raison — le « supercycle » des prix des matières premières, on en vient petit à petit à placer les morceaux de ce qui commence à ressembler, du moins dans le rétroviseur, à une bulle spéculative, caractérisée par les symptômes classiques de surestimation des perspectives de profitabilité, de sous-estimation des risques et, par conséquent, par un certain niveau de surinvestissement. Pour faire le lien avec les politiques monétaires, l'ironie du sort, c'est que les politiques qui ont été appliquées en réponse même aux épisodes précédents de bulle pourraient bien avoir semé les germes du contexte actuel.

À partir de là, pour en arriver à notre question du dollar canadien, c'est tout simplement une histoire de corrélation. Historiquement, le pétrole et les différentiels de taux nord-américains expliquent l'essentiel des tendances du taux de change. La dépréciation du dollar canadien ne reflète donc ni plus ni moins que le respect d'une loi presque immuable. Le pétrole dicte nos termes de l'échange et, par conséquent, les fluctuations de notre devise.

En ce qui a trait aux impacts, on les connaît assez bien. Si on se fie à l'historique, on peut affirmer qu'il y aura un certain impact à la hausse sur l'inflation, étant donné que les prix des biens importés coûtent plus cher. C'est intuitivement logique et, d'ailleurs, on l'observe déjà, comme on l'a mentionné. La particularité de notre situation économique, c'est que la grande majorité de nos agents économiques sont aussi des consommateurs nets de produits énergétiques, les mêmes produits qui sont à la source de la dépréciation du dollar. Ainsi, il faut aussi prendre acte du fait que ce qu'on perd actuellement en pouvoir d'achat, par exemple, pour le prix des aliments, on le récupère sous forme de coûts énergétiques qui sont plus faibles. Durant les trois premiers trimestres de 2015, les ménages ont dépensé 6,7 milliards de moins en combustible comparativement à la même période en 2014. Cela représente une économie de 470 $ par ménage, ce qui est loin d'être négligeable.

C'est là qu'on en vient à la question des divergences régionales. Dans les provinces productrices de pétrole, les revenus dépendent beaucoup du secteur pétrolier et, à l'heure actuelle, le taux de chômage est en hausse. Les effets positifs de la baisse des prix des combustibles, de la dépréciation du dollar, sont bien maigres lorsqu'on les juxtapose aux vents contraires suscités par les ajustements dans l'industrie du pétrole. En revanche, dans d'autres provinces, comme le Québec, il y a clairement des effets positifs. Selon les résultats de nos travaux de recherche, le Québec est parmi les provinces le mieux situées pour tirer parti de la dépréciation du dollar, étant donné la structure de ses exportations. En ce moment, ce qu'on observe, c'est qu'il y a une réponse positive des exportations du Québec, mais il existe actuellement des contraintes de capacité qui font en sorte que les exportations dans la période très récente ont connu un certain

We are also not just talking about Quebec. In fact, 2015 was the best year for employment in the Canadian manufacturing sector since 2012, with 37,400 jobs created. This is a rather rare phenomenon. Since 2000, there have been only five years that the net employment change was positive in manufacturing. That is a point that must be taken into consideration. Various polls and surveys from manufacturers confirm that what we are seeing is not due to chance. For example, the Bank of Canada's latest business outlook survey, released last month, says:

> Exporters not linked to commodity production anticipate significantly stronger sales growth than other firms.

So we are seeing some ambivalence in terms of impacts. Whether it is a question of inflation, regions or industries, there are pros and cons, winners and losers. The great uncertainty that we must acknowledge is the degree of the various impacts and the time horizon over which these effects will occur. It is a difficult forecast, especially since it requires a lot of assumptions about key parameters, and slight changes in these assumptions can fundamentally alter the conclusions. So even though at Desjardins we remain cautiously optimistic about the ultimate impact of the weaker Canadian dollar, we recognize that the range of risk with which we must now deal is wider than usual.

So, in the end, and I will conclude on this, it is natural to wonder how we got here with the Canadian dollar. Canada had high-value assets that it managed perfectly rationally according to the information it had during the raw materials boom. However, in my view, the global context, the cyclical and geopolitical characteristics inherent in oil prices, and the effect of policies put in place to overcome the 2008-09 crisis are among the factors behind the current volatility of oil prices and therefore the Canadian dollar. That said, the drop in the Canadian dollar could well mark an important turning point for our economy because it is happening at the same time that our economy has a crying need for rebalanced sources of growth. The weaker currency should, in many ways, facilitate this shift, but the results will likely be measured in years, not quarters. Thank you.

[*English*]

The Chair: Thank you, Mr. Jean.

plafonnement. Cependant, il s'est tout de même créé une dizaine de milliers d'emplois dans le secteur manufacturier au Québec de décembre 2014 à décembre 2015. En outre, si l'optimisme qu'on sent revenir petit à petit parvenait à se maintenir, on pourrait, à terme, envisager une renaissance des investissements.

D'ailleurs, ce n'est pas seulement le Québec qui est en cause. En fait, 2015 a été la meilleure année pour la création d'emplois dans le secteur manufacturier canadien depuis 2012, car 37 400 emplois ont été créés. Il s'agit d'un phénomène plutôt rare. Depuis 2000, on compte seulement cinq années où la variation nette de l'emploi dans le secteur de la fabrication a été positive. C'est un point qu'il faut prendre en considération. Divers sondages et enquêtes réalisés auprès des fabricants confirment que cette tendance n'est pas le fruit du hasard. À titre d'exemple, dans une enquête publiée le mois dernier par la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises, on affirme ce qui suit :

> Les exportateurs n'ayant pas de liens avec la production de matières premières anticipent une progression des ventes beaucoup plus forte que les autres entreprises.

On discerne bien l'ambivalence en termes d'impacts. Qu'il s'agisse d'inflation, de régions ou d'industries, il y a du pour et du contre, des gagnants et des perdants. La grande incertitude — que l'on est forcé d'admettre — porte sur le degré des différents impacts et sur l'horizon de temps sur lesquels ces effets se manifesteront. C'est un exercice prévisionnel qui est d'autant plus difficile qu'il demande de poser un grand nombre d'hypothèses sur des paramètres clés et que de légers changements d'hypothèses peuvent fondamentalement altérer les conclusions. Même ici, chez Desjardins, on maintient un optimisme relativement prudent sur les impacts ultimes de la dépréciation du dollar canadien. On reconnaît que les fourchettes de fluctuations, de risques avec lesquels on doit actuellement composer sont plus larges qu'à l'habitude.

En fin de compte, et je conclurai là-dessus, il est naturel de s'interroger sur la façon dont on en est arrivé là avec le dollar canadien. Le Canada avait un actif d'une grande valeur qu'il a exploité de façon tout à fait rationnelle selon les renseignements dont il disposait durant la période du boum des matières premières. Cependant, à mon avis, la situation mondiale, les caractéristiques cycliques et géopolitiques inhérentes au prix du pétrole, ainsi que l'effet des politiques administrées pour pallier la crise de 2008-2009 sont parmi les facteurs qui expliquent l'instabilité actuelle du prix du pétrole et, par conséquent, celle du dollar canadien. Cela étant dit, la baisse du dollar canadien pourrait bien marquer un tournant pour notre économie. Elle survient au moment même où notre économie a un criant besoin de rééquilibre dans ses sources de croissance. La devise plus faible devrait, de plusieurs façons, faciliter cette réorientation, mais les résultats seront vraisemblablement mesurés en termes d'années, et non pas de trimestres. Je vous remercie.

[*Traduction*]

Le président : Merci, monsieur Jean.

Dawn Desjardins, Vice President and Deputy Chief Economist, Royal Bank of Canada: Thank you, senators, for inviting me here today.

When we look at the Canadian dollar, we certainly see, since the beginning of this century, some really discernible patterns in terms of its direction. We saw it hit an all-time low in 2002, and after that we had a very steady period of Canadian dollar appreciation interrupted by the great recession. Then we did see the currency move back towards parity until about late 2013, and that's when we started to see some deterioration. But it really took hold in June of 2014, and since that point we've seen the Canadian dollar lose about 25 per cent of its value against the U.S. dollar. It's not coincidence that, in fact, that is exactly the point when we started to see a sharp drop in oil prices. As we know, oil prices had a recent high of about $108 in June 2014, and today they stand at about $32 per barrel. That same period saw the currency move from about 92 cents to today's rate, which is around what you said, 72.5 cents U.S.

So we look overall at the relationship between the Canadian dollar and oil, and I think that when you just look at a simple chart, you see that in fact it is a very close relationship. When we look at the future for the Canadian dollar, then of course we have to take into account what is likely to occur to oil prices and what that might mean for our currency.

At RBC, we tend to think that oil prices will begin to rise as we go through the latter half of 2016. Global growth, in terms of demand, will continue at about a 1 per cent pace per annum, but we think that this oversupply that is continually coming to the market will diminish over time. In fact, supply and demand will become more closely aligned. This will give a lift to oil prices, which we expect to end this year at around $50 per barrel, so there's a fairly significant lift. We think this will be one factor that supports an appreciation in our currency as we go through the course of this year.

It begs the question: Why is oil having such a disproportionate effect on the Canadian currency? Of course, as a large exporter of energy products, accounting for about 22 per cent of the volumes of Canadian exports and, more recently, about 12 per cent of their value because of the sharp price decline, we have seen a significant reduction in the revenue we're getting from that production. Profits have fallen, and, of course, this is putting stress on government revenues.

Additionally, we're seeing downward pressure on the economy because producers are pulling back in terms of investment, and they're shedding jobs. So, overall, we do see why this is so important, and why investors would be looking at the Canadian dollar in the context of what's happening in one of our key export areas.

Dawn Desjardins, vice-présidente et économiste en chef déléguée, Banque Royale du Canada : Merci, mesdames et messieurs les sénateurs, de m'avoir invitée à comparaître aujourd'hui.

Depuis le début de notre siècle, certaines tendances précises se manifestent certainement en ce qui concerne la direction prise par le dollar canadien. Il a atteint un creux historique en 2002 et ensuite, il a connu une remontée durable qui a été interrompue par la grande récession. Plus tard, la devise est revenue vers la parité jusqu'à la fin de 2013, année où des signes de détérioration sont apparus. Mais les choses ont vraiment empiré à partir de juin 2014, car depuis, le dollar canadien a perdu environ 25 p. 100 de sa valeur comparativement au dollar américain. Ce n'est pas une coïncidence si c'est exactement à ce moment-là que les prix du pétrole ont commencé à chuter. Comme nous le savons, les prix du pétrole ont récemment atteint un sommet de 108 $ en juin 2014 et aujourd'hui, ces prix sont d'environ 32 $ le baril. Pendant la même période, la devise est passée de 92 cents au taux d'aujourd'hui qui est, comme vous l'avez dit, d'environ 72,5 cents américains.

Dans l'ensemble, nous examinons donc la relation entre le dollar canadien et les prix du pétrole, et je pense qu'à l'aide d'un simple tableau, on peut démontrer qu'en fait, cette relation est très étroite. Il s'ensuit que lorsqu'il s'agit de l'avenir du dollar canadien, nous devons manifestement tenir compte des facteurs qui influent sur les prix du pétrole et de ce qu'ils pourraient signifier pour notre devise.

À la Banque Royale du Canada, on a tendance à croire que les prix du pétrole commenceront à augmenter dans la deuxième moitié de l'année 2016. La croissance de la demande mondiale se poursuivra au rythme d'environ 1 p. 100 par année, mais nous croyons que cet approvisionnement excédentaire continu sur le marché diminuera au fil du temps. En fait, l'offre et la demande s'aligneront davantage. Cela contribuera à faire augmenter les prix du pétrole, et nous prévoyons qu'ils atteindront environ 50 $ le baril à la fin de cette année, ce qui représente une remontée assez importante. À notre avis, ce facteur favorisera l'appréciation de notre devise pendant l'année en cours.

Il faut donc se demander pourquoi les prix du pétrole engendrent des effets aussi disproportionnés sur la devise canadienne. Manifestement, en tant que grand exportateur de produits énergétiques, qui représentent environ 22 p. 100 du volume des exportations canadiennes et plus récemment, environ 12 p. 100 de leur valeur en raison de la chute abrupte des prix, les revenus touchés par notre pays pour cette production ont diminué de façon importante. Les profits ont grandement diminué et manifestement, cela met de la pression sur les recettes du gouvernement.

De plus, l'économie subit de fortes pressions à la baisse, car les producteurs investissent moins et ils suppriment des emplois. Donc, dans l'ensemble, nous comprenons pourquoi c'est un enjeu très important et pourquoi les investisseurs tiendront compte de la situation de l'un de nos secteurs d'exportation les plus importants pour évaluer le dollar canadien.

Now the Bank of Canada, I think, refers to this as a negative terms-of-trade shock. The price of what we're exporting has fallen relative to the price of our imports, meaning we have generally less income in the economy, and of course this is taking its toll on economic growth.

Je crois que la Banque du Canada parle à ce sujet d'effets défavorables sur les termes de l'échange. Le prix de nos exportations a chuté par rapport au prix de nos importations, ce qui se traduit par une baisse générale des revenus au sein de l'économie et, bien évidemment, par un ralentissement de notre croissance économique.

Now, when we look at the value of the currency and what the main drivers are, our model, which I think is similar to many others, as my colleagues have been discussing — we look at energy prices. We look at short-term interest rate differentials, and we try to determine what the value should be, given where we see prices today.

Pour ce qui est de la valeur de notre devise et des principaux facteurs qui la déterminent, nous utilisons, comme bien d'autres collègues qui vous en ont déjà parlé, un modèle intégrant les prix de l'énergie. Nous considérons également l'écart entre les taux d'intérêt à court terme en essayant de déterminer où devrait se situer la valeur, compte tenu des prix actuels.

So our models suggested that three quarters of the decline that we've seen in the Canadian dollar reflects this drop we've seen in energy prices. About 14 per cent of that drop we can attribute to non-energy commodities and only about 2 per cent to that interest rate differential. We have seen interest rates in Canada shift relative to the U.S. In June 2014, we were issuing two-year bonds with a gain of 60 basis points vis-à-vis the U.S. We're now at about minus 30. So even that 100-basis point move really only accounted, by our calculation, for 2 per cent of that move.

Notre modèle indique donc que les trois quarts de la dépréciation du dollar canadien sont attribuables aux prix de l'énergie. Environ 14 p. 100 de la baisse est due aux prix des produits de base non énergétiques alors que les écarts entre les taux d'intérêt ne sont responsables qu'à hauteur d'environ 2 p. 100. Nous avons pu constater une variation des taux d'intérêt au Canada par rapport à ceux en vigueur aux États-Unis. En juin 2014, nous émettions des obligations de deux ans offrant un rendement supérieur de 60 points de base à celui des obligations américaines. Nous en sommes actuellement à un rendement inférieur de 30 points. Cet écart de quelque 100 points de base entre les rendements n'est donc malgré tout responsable, d'après nos calculs, que de 2 p. 100 de la dépréciation du dollar.

That doesn't capture everything. We know that risk, appetite and sentiment toward Canada's currency are also at play, not to mention the independent strength of the U.S. dollar, which has appreciated against most currencies.

Il y a toutefois d'autres éléments à considérer. Nous savons en effet que la propension au risque et les perceptions envers la devise canadienne ont également un rôle à jouer, sans compter la vigueur du dollar américain qui s'est apprécié par rapport à la plupart des autres devises.

Now, when we look at the future, we do think, as I said, that oil prices will move up and that we will, in fact, see the Canadian dollar appreciate along with it. Currently what our model suggests is that the fair value of the Canadian dollar, with oil prices around $31, will be about 76 cents U.S., so a little bit of an overshoot recently, when we saw the Canadian dollar plummet to 68 cents, and even compared to today's level. As we go through the year, we think we'll see a further upward move toward that 76-cent rate by the end of this year.

Quant à savoir ce que l'avenir nous réserve, nous croyons, comme je l'indiquais, que le cours du pétrole va repartir à la hausse et que le dollar canadien va reprendre de la valeur en conséquence. D'après notre modèle, la juste valeur du dollar canadien, avec un pétrole à quelque 31 $, serait d'environ 76 cents américains. On peut donc dire qu'il y a eu récemment une réaction quelque peu excessive avec un dollar canadien chutant à 68 cents, et on peut faire le même constat à sa valeur actuelle. Nous estimons que cette valeur continuera d'augmenter pour atteindre ce juste niveau de 76 cents d'ici la fin de l'année.

As my colleagues have discussed, there are several different channels by which this affects Canada's economy. In some ways, it is a help having this weaker currency because the weaker currency helps energy and all commodity producers when they repatriate their U.S-dollar revenues into Canadian-dollar funds.

Comme mes collègues vous l'ont indiqué, les effets sur l'économie canadienne se font sentir de différentes manières. À certains égards, une devise plus faible est bénéfique pour les producteurs d'énergie et d'autres biens de base au moment de la conversion en devises canadiennes de leurs revenus en dollars américains.

Additionally, for those that are non-commodity exporters, they also have this opportunity to get a little bit of a buffer in terms of their revenues. A pickup in exports, we think, really is going to be forthcoming because, of course, Canadian companies that are exporting to the U.S. have a little more room in terms of their

En outre, les exportateurs de biens autres que les produits de base profitent en quelque sorte d'un effet tampon qui protège leurs revenus. À notre avis, il faut vraiment s'attendre à une reprise des exportations du fait que les entreprises canadiennes qui vendent leurs produits aux États-Unis bénéficient bien

pricing ability and can in fact reduce their prices because they know that, when they convert them to Canadian dollars, they are getting that pickup.

évidemment d'une marge de manœuvre supplémentaire pour l'établissement de leurs prix qu'ils peuvent réduire en sachant qu'ils vont être gagnants de toute manière avec la conversion en dollars canadiens.

We think that we will see this competitiveness advantage actually increase a demand for Canadian exports. Over time, this will result in a pickup in investment and employment, so that's the upside from the weak Canadian dollar.

Nous estimons que cet avantage concurrentiel entraînera une augmentation de la demande pour les exportations canadiennes. Avec le temps, cela se traduira par une reprise des investissements et de l'emploi. C'est donc le bon côté de la faiblesse du dollar canadien.

The downside, of course, is that the price of imported machinery and equipment has moved up, and Canadian companies rely on investing in this machinery and equipment from abroad in U.S. dollars. So those costs have risen. When we look at the prices of imported machinery and equipment, they're up 20 per cent relative to a year ago. That's a pretty big disincentive for some companies in terms of investment.

L'envers de la médaille c'est, bien sûr, la hausse des prix de la machinerie et des équipements importés. Les entreprises canadiennes se procurent cette machinerie et ces équipements à l'étranger en dollars américains. Leurs coûts à cet égard ont donc grimpé. Ainsi, les prix de la machinerie et des équipements importés ont augmenté de 20 p. 100 par rapport à l'an dernier. C'est un élément dissuasif très puissant dans les décisions d'investissement de certaines entreprises.

Recently I was visiting a client, and they were talking about the types of machinery they buy. They buy massive machinery, and they said that three years ago $1 million bought them a piece of machinery. Now they're paying $1.4 million for that same piece of machinery, and they aren't going to be getting any more productivity out of it. It's difficult for them to pass on those costs to their clients. So it definitely causes some trouble in terms of this chain of investment as we go forward.

J'ai récemment rendu visite à un client qui m'a glissé un mot au sujet de la machinerie achetée par l'entreprise. Il s'agissait de machinerie lourde, et on m'a parlé d'une seule pièce d'équipement que l'on avait payé 1 million de dollars trois ans auparavant. Il leur en coûte aujourd'hui 1,4 million de dollars pour la même pièce d'équipement, sans pour autant que leur productivité s'en trouve augmentée. Il est difficile pour ces entreprises de faire payer ces hausses de coûts à leurs clients. C'est donc une situation qui ne va pas manquer de devenir problématique au sein de cette chaîne d'investissement.

The Bank of Canada, in their recent survey, said that these higher costs of imported machinery and other items saw some Canadian companies report that they are going to switch from foreign-produced equipment to Canadian suppliers. Additionally, a few firms said that they're going to move their production back into Canada. So, again, that is the bright side, I guess, of that particular development.

Dans son plus récent rapport d'enquête, la Banque du Canada indiquait que la hausse des prix de la machinerie et des autres intrants importés allait inciter certaines entreprises canadiennes à faire affaire avec des fournisseurs canadiens, plutôt qu'étrangers. Quelques entreprises ont également fait part de leur intention de rapatrier leur production au Canada. C'est donc une autre manifestation favorable de la conjoncture actuelle.

Finally, the impact on consumer prices has already been discussed. We have seen prices for fruits and vegetables, furniture, appliances and reading material all move higher. This does take its toll on Canada's consumer. On the opposite side of that, the decline in energy prices means we're paying a little less at the pump.

Enfin, l'impact sur les prix à la consommation est un aspect qui a déjà été abordé. Nous avons notamment constaté une augmentation du prix des fruits et légumes, des meubles, des électroménagers et des livres. C'est le pouvoir d'achat du consommateur canadien qui en souffre. En revanche, la baisse des prix de l'énergie fait en sorte que nos visites à la station-service sont moins coûteuses.

On net, it seems that the Bank of Canada believes that the exchange rate pass-through to consumer prices has boosted our inflation rate about one percentage point. If we see a change in the direction of the Canadian dollar affirming, we think we will see the easing of these pressures as we go forward and, therefore, a little less pressure in terms of the consumer outlook as we go through 2016.

Dans une perspective nette, la Banque du Canada serait d'avis que le degré de transmission des fluctuations du taux de change aux prix à la consommation a fait grimper notre taux d'inflation d'un point de pourcentage. Si nous nous dirigeons vers une nouvelle appréciation du dollar canadien, nous croyons que ces pressions vont s'atténuer au fil du temps, ce qui devrait être bénéfique pour le consommateur dans le courant de 2016.

The Chair: Thank you Ms. Desjardins.

Le président : Merci, madame Desjardins

Jean-François Perrault, Senior Vice President & Chief Economist, Scotiabank: It's a pleasure to be here and to help the committee develop its understanding of the impact of the

Jean-François Perrault, premier vice-président et économiste en chef, Banque Scotia : Je suis très heureux de pouvoir être ici afin d'aider le comité à y voir plus clair quant aux impacts du dollar

Canadian dollar on the economy. As I think most of you know and probably have heard, I suspect yesterday from some of the folks you talked to, the dollar is the single most important price in the economy. It's a shock absorber whose value has a large influence on just about every facet of our lives. It determines in part the competitiveness of our exports and has a large impact on the price of imports. Because of this, it affects the value of our firms, household balance sheets and, fundamentally, our standard of living.

It's tempting to think of the impact of the dollar in isolation from other economic and financial developments. That's a mistake. By and large, the dollar reflects fundamental economic and financial forces, and it moves to help the economy adapt to these forces. That's why we call it a shock absorber. These underlying forces have an impact on the Canadian economy and the dollar, making it difficult at times to separate the impact of the drivers of the currency movements on the economy from the impact of currency itself.

[*Translation*]

So when asking questions about the impact of the dollar on the Canadian economy, you are really asking what is driving the dollar, and what are those factors doing to the economy. Generally speaking, the dollar only really has an independent impact on the economy when it moves beyond what would be suggested by economic fundamentals.

[*English*]

You've heard this a number of times, but our dollar is typically driven by three key factors: commodity prices, both energy and non-energy prices; interest rate differentials; and, over a longer period of time, productivity differentials. The relative importance of these factors changes over time. Add to this shifts in market sentiment and risk appetite, and you can see that movements in the dollar can be hard to explain at times. That's why you have us all here.

Nevertheless, the dollar is usually driven by the fundamental factors I mentioned. There has been a clear correlation between the dollar movements and oil but also other commodities more broadly. Also, a divergence in expectation to growth and monetary policy in the United States and much of the rest of the world has caused investors to invest in U.S. dollar assets, putting downward pressure on the Canadian dollar and other currencies. At times, this has been amplified by what are called "risk-on risk-off sentiments," triggered most recently by developments in China.

canadien sur l'économie. Comme vous le savez sans doute déjà — et certains de vos témoins d'hier vous l'ont probablement rappelé —, la valeur du dollar canadien est la donnée la plus importante au sein de notre économie. C'est un amortisseur dont la valeur influe grandement sur toutes les facettes de nos existences. C'est cette valeur qui détermine en partie si nos exportations peuvent soutenir la concurrence, et qui a par ailleurs une forte incidence sur le prix de nos importations. Ce faisant, le dollar a un impact sur la valeur de nos entreprises, sur la santé financière de nos ménages et, en fin de compte, sur notre niveau de vie.

Il est tentant d'essayer d'évaluer l'impact de notre dollar indépendamment des autres éléments de notre conjoncture économique et financière. Ce serait une erreur. Le dollar évolue en fait parallèlement aux grands courants économiques et financiers; sa valeur fluctue pour aider l'économie à s'adapter à ces courants. C'est la raison pour laquelle nous parlons d'un rôle d'amortisseur. Ces forces sous-jacentes ont des répercussions sur l'économie canadienne et sur notre devise, ce qui fait qu'il est parfois difficile d'établir la distinction entre l'impact des facteurs économiques qui influent sur notre dollar et l'impact de notre devise elle-même.

[*Français*]

Lorsqu'on se pose des questions sur l'impact du dollar sur l'économie canadienne, on se demande quels sont les facteurs qui agissent sur notre devise et quels impacts ils peuvent avoir sur nous. De façon générale, le dollar n'a qu'un impact indépendant sur l'économie lorsqu'il dévie de façon marquée de sa valeur fondamentale.

[*Traduction*]

On vous l'a déjà répété à maintes reprises, mais il y a trois facteurs principaux qui font fluctuer la valeur de notre dollar : les prix des produits de base, dans le secteur énergétique comme ailleurs; les écarts entre les taux d'intérêt; et, à plus long terme, les écarts de productivité. L'importance relative de ces facteurs évolue au fil des ans. Si l'on ajoute à l'équation l'humeur des marchés et la propension au risque, on peut comprendre à quel point les fluctuations du dollar peuvent parfois être difficiles à expliquer. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle vous nous avez tous convoqués ici.

Quoi qu'il en soit, la valeur du dollar est généralement déterminée par les facteurs fondamentaux que je viens d'énoncer. Nous avons pu noter une corrélation étroite entre les fluctuations du dollar et le cours du pétrole, mais aussi le prix d'autres produits de base d'une manière plus générale. En outre, l'écart entre les perspectives de croissance et la politique monétaire des États-Unis et celles de la plupart des autres pays du monde a incité les investisseurs à choisir les actifs en dollars américains, ce qui a causé une dépréciation du dollar canadien et des autres devises. Il arrive que cet effet soit amplifié par une humeur des marchés qui varie en fonction du niveau de risque, comme on a pu le constater récemment avec ce qui s'est produit en Chine.

Despite being perceived as a commodity play, the Canadian dollar seems to have been affected more than other commodity currencies. Quite honestly, this is a bit of puzzle. For instance, our dollar had depreciated against the Australian dollar, which is just as heavily exposed to commodities, in fact more exposed to China than we are. Short positions against our currency were roughly four times as large as those against the Australian dollar, once we adjust for turnover in the foreign exchange market.

[*Translation*]

It is unclear why the sentiment was so negative, but this negativity is being unwound rapidly. Since its low of just above 68 cents two weeks ago, the dollar has appreciated by about 7 per cent to about 73 cents. Though volatile, oil prices are roughly where they were two weeks ago. Part of the change in the dollar reflects altered expectations for the path of monetary policy in Canada and the United States. It is too early to tell, but this does suggest that the dollar had undershot somewhat the level one would consider in line with economic fundamentals.

[*English*]

Where do we see the dollar going from here? Obviously, it depends on what happens in the global economy and commodity prices and, to some extent, the nature of the shocks that will affect us, which are by nature unpredictable. Our view is that the dollar will remain roughly at current levels throughout the remainder of the year and appreciate to best 79 cents by the end of next year. This view is based on a forecast of relatively stable commodity prices this year followed by modest pickup next year. We think there will be a sizable fiscal stimulus package in Canada, which will remove the need for further monetary easing in Canada. We expect the bank's next move to be to raise rates, but only well into 2017. These factors in combination with the strengthening global economy from mid-2016 should lead to an appreciation in the Canadian dollar. In fact, we are already seeing this.

I will turn quickly to the economic impacts of the dollar, and I will remain at a fairly high level. Movements in the dollar create winners and losers. It is a relative price, after all, and that's why folks worry about currency wars. By and large, a weaker currency implies a lower standard of living for Canadians. It has the obvious impact of raising the cost of imported products, like food, raising inflation and making foreign travel more expensive. These are just a few examples. There is a range of impacts, as you have heard, but its impacts are much more fundamental than that. For instance, well over 60 per cent of the machinery and equipment used by Canadian firms is imported. A lower dollar raises the costs of these investment goods. Given the importance

Le dollar canadien est perçu comme étant une devise tributaire des produits de base, mais semble avoir été plus affecté que les autres devises du même genre. En toute franchise, on se demande un peu pourquoi. À titre d'exemple, notre devise s'est dépréciée par rapport au dollar australien, qui est tout aussi dépendant des produits de base et, dans les faits, davantage exposé à la Chine que le nôtre. Les positions à découvert par rapport à notre devise étaient environ quatre fois plus importantes que celles touchant le dollar australien, après ajustement pour conversion sur le marché des changes.

[*Français*]

Les raisons qui motivent ces sentiments négatifs ne sont pas claires. Il est évident, par contre, que ces négativités se renversent rapidement. De son creux de 0,68 $ il y a deux semaines, notre devise s'est appréciée d'environ 7 p. 100 à environ 0,73 $ ce matin. Bien qu'il demeure volatil, le prix du baril de pétrole est environ le même qu'il y a deux semaines. Un élément qui a joué en faveur du dollar canadien est lié, de toute évidence, aux attentes révisées quant à l'évolution des politiques monétaires canadiennes et américaines. Il est trop tôt pour le confirmer, mais ces mouvements rapides semblent suggérer que notre dollar était en dessous de ce que l'on pourrait considérer comme valeur fondamentale.

[*Traduction*]

Quel avenir envisageons-nous pour le dollar? Bien évidemment, tout dépend de l'évolution de l'économie mondiale et du prix des produits de base ainsi que, dans une certaine mesure, de l'ampleur des crises qui vont nous toucher, un élément forcément impondérable. D'après nous, le dollar devrait demeurer à peu près à son niveau actuel pendant le reste de l'année et s'apprécier jusqu'à 79 cents d'ici la fin de l'an prochain. Il est en effet prévu que le cours des produits de base demeurera plutôt stable cette année avant d'augmenter légèrement l'an prochain. Selon nous, un important train de mesures de stimulation financière fera en sorte que l'assouplissement monétaire ne sera plus nécessaire au Canada. La prochaine action de la Banque du Canada devrait être une hausse des taux d'intérêt, mais ce ne sera pas avant le milieu de 2017. Parallèlement à une reprise de l'économie mondiale à compter de la mi-2016, tous ces facteurs entraîneront une appréciation du dollar canadien. En fait, nous pouvons déjà en constater les effets.

En me limitant à une perspective assez générale, j'aimerais vous parler brièvement des impacts économiques de la valeur du dollar. Les fluctuations du dollar font des gagnants et des perdants. Il s'agit après tout d'un prix relatif, ce qui en incite certains à craindre les guerres de devises. D'une manière générale, une devise plus faible se traduit par un niveau de vie inférieur pour les Canadiens. Parmi les répercussions évidentes d'un dollar déprécié, notons l'augmentation du coût des produits importés, notamment dans le secteur alimentaire, la hausse de l'inflation et le fait qu'il devient plus coûteux de voyager à l'étranger. Ce ne sont là que quelques exemples, car les impacts ressentis sont beaucoup plus profonds. Ainsi, largement plus de 60 p. 100 de la machinerie et

of business involvement to the economy and the headwinds faced by firms nationally and globally, higher costs for investment goods represent a real drag on activity. That being said, the dollar is a boon to exporters, and we're seeing strength in non-resource exports despite the higher cost of investment.

des équipements utilisés par les entreprises canadiennes sont importés. Plus notre dollar est faible, plus ces investissements sont coûteux. Compte tenu de l'importance économique des investissements consentis par les entreprises et des vents contraires auxquels celles-ci sont exposées à l'échelle nationale et internationale, une augmentation des coûts des biens d'équipement est un véritable frein pour l'activité économique. Cela étant dit, la faiblesse du dollar est une bénédiction pour les exportateurs, et nous constatons la vigueur des exportations dans les secteurs non liés aux ressources malgré le coût plus élevé des investissements.

It's also great news for the Canadian travel industry, and, it seems somewhat unexpectedly, it's a boon to housing markets. The average price in U.S. dollars of a house in Canada is nearly 6 per cent lower than levels one year ago, whereas about 12 per cent higher in Canadian dollar terms. These kinds of positive effects are what we mean when we say that the dollar is a shock absorber. It offsets a portion of negative shock to the economy. The magnitude of the dollar's impact on the economy is heavily dependent on the length of time that it stays at a particular level. A significant portion of firms with foreign exposure hedges or foreign currency exposure — so variations in the currency have a modest impact on their financial plan if moves in the dollar are short-lived. As hedges run off, so does the financial impact of the depreciating dollar. Smaller companies are less able to protect themselves against foreign currency risks and are more affected by movements in the dollar. This is a pretty straightforward argument to make.

C'est aussi une excellente nouvelle pour l'industrie du voyage au Canada, tout comme, chose un peu étonnante, pour les marchés immobiliers, semblerait-il. Le prix moyen en dollars américains d'une maison au Canada est de près de 6 p. 100 inférieur à ce qu'il était l'an passé, alors qu'il est de presque 12 p. 100 supérieur en dollars canadiens. Nous parlions des impacts favorables de la sorte en indiquant que le dollar joue un rôle d'amortisseur. Il absorbe en effet une partie des répercussions négatives pour l'économie. L'ampleur de l'impact de la valeur du dollar sur l'économie dépend en grande partie de la durée de son maintien à un niveau donné. Une forte proportion des grandes entreprises ayant des activités à l'étranger prennent des mesures de couverture à l'égard de leur exposition à une devise étrangère de telle sorte que les variations à court terme de celle-ci n'ont qu'un impact modéré sur leurs plans financiers. Quand les mesures de couverture perdent de leur effet, les répercussions financières de la dépréciation du dollar commencent à se faire sentir. Les petites entreprises n'ont pas toujours la capacité de se protéger contre les risques associés aux devises étrangères et sont donc, bien évidemment, davantage touchées par les fluctuations du dollar.

Extended weakness or strength in the dollar also impacts firms' pricing decisions. Firms may not pass through short-term movements in currencies to clients, such as households, but they eventually do if the change in the value of the currency is long-lasting. This is in part why food prices have risen so much in Canada. This can have an impact on monetary policy to the extent that this pass-through affects inflation, and inflation, expectations.

Lorsque la valeur du dollar est faible ou élevée pendant une longue période, il y a aussi des impacts sur les décisions des entreprises pour l'établissement des prix. Les entreprises ne vont pas nécessairement faire payer à leur clientèle, comme les ménages, les effets des fluctuations à court terme, mais vont en arriver à prendre une telle décision si la variation est de plus longue durée. C'est un peu ce qui explique la hausse si marquée du prix des aliments au Canada. Il peut y avoir un impact sur la politique monétaire dans la mesure où ce transfert a un effet sur l'inflation et sur les projections en la matière.

[*Translation*]

Over a longer period of time, a weak dollar reduces competitive pressure and can allow less competitive firms to remain profitable. This is of course an important political and economic issue.

[*Français*]

Sur une période plus longue, une devise faible réduit les pressions concurrentielles et permet aux firmes moins compétitives de demeurer profitables. Il s'agit évidemment d'un enjeu politique et économique important.

[*English*]

With that, I look forward to your questions.

[*Traduction*]

Je me ferai maintenant un plaisir de répondre à toutes vos questions.

The Chair: Thank you, Mr. Perrault.

Le président : Merci, monsieur Perrault.

Derek Burleton, Vice President and Deputy Chief Economist, TD Bank Financial Group: I am happy to be with you today talking about this all-important subject. I think about how history repeats itself. In the 1990s we went through a similar discussion in Canada as the dollar fell from the nineties into the eighties, the seventies, and the sixties. At the time, there were calls that it would go as low as 50 cents. Recently, I heard a 59-cent call, not that it's a mainstream view. But we're starting to hear similar refrains: Will we get into discussions about fixing our exchange rate with the United States? It has not gone that far yet, but that was some of the discussion we had back then.

I dug back into the research from the 1990s to see what was talked about. Back then, a list of a number of factors driving the Canadian dollar were all kind of negative at the time. We are talking about 10 or so. Some of the ones we've heard and also some of the more structural factors like productivity growth differences, taxation differences, fiscal differences, and government finances. These are inherent longer-term structural drivers of growth. As well, you get into the commodity prices, which were drivers back then, too.

This time, you look at the landscape and compare Canada with the United States and many of the competitors. Governments have done a lot to fix a lot of these challenges, at least do a good job. I would argue that the government fiscal position federally is not bringing down the Canadian dollar at all. The debt levels are low, so that's not an issue; and our tax situation is much better than it was, particularly on the business side. It really comes down to what we have heard about time and time again: This is an oil price story. It's delivering a big shock to Canada. We heard from the Bank of Canada governor that this is creating a multi-year adjustment. The Canadian dollar is a shock absorber to help transition to more export-led growth away from consumer — that rotational story we need as an economy. From that perspective, it's a good thing.

One of the factors as well back in the 1990s was a large capital outflow from foreigners. I don't get the sense based on the data we see monthly that it's been a huge issue this time. I would argue that in the last few months, it has picked up. We've seen less foreign demand for Canadian dollar securities; but it has not been a stampede out. There is still a strong demand for government securities and corporate securities, even if it has come off its peaks.

Derek Burleton, vice-président et économiste en chef adjoint, Groupe financier Banque TD : Je suis heureux d'être des vôtres aujourd'hui pour discuter de ce sujet extrêmement important. Je ne peux pas m'empêcher de constater que l'histoire se répète. Nous avons eu droit à un débat semblable au Canada dans les années 1990 alors que la valeur du dollar a chuté des 90 cents aux 80, puis aux 70, pour finir dans les 60 cents. À l'époque, certains soutenaient qu'il se rendrait jusqu'à 50 cents. J'ai entendu récemment une projection à 59 cents, mais je ne peux pas dire que ce soit un point de vue très répandu. On commence tout de même à nous servir un peu la même rengaine. Allons-nous bientôt entamer des discussions quant à la pertinence d'arrimer notre taux de change à celui des États-Unis?

Nous n'en sommes pas encore là, mais cela fait partie des choses que nous avons pu entendre dans les années 1990. J'ai d'ailleurs fait une petite recherche pour retracer les éléments qui ont été soulevés à l'époque. On avait dressé une liste des facteurs à l'origine de la dépréciation du dollar canadien, tous des éléments négatifs. Il y en avait une dizaine. Nous en avons déjà entendu quelques-uns, mais il y avait aussi des facteurs plus structurels comme les écarts touchant la croissance de la productivité, les régimes fiscaux et les politiques financières du gouvernement. Ce sont autant de facteurs structurels essentiels à la croissance à long terme. Vous avez également parlé des prix des produits de base qui étaient aussi un élément déterminant à l'époque.

Cette fois-ci, on examine le portrait d'ensemble en comparant le Canada aux États-Unis et à bon nombre de ses concurrents. Les gouvernements ont multiplié les actions pour rectifier le tir, ou tout au moins améliorer la situation, à l'égard d'une grande partie de ces enjeux. Je dirais d'ailleurs que la position fiscale du gouvernement fédéral n'est aucunement responsable de la dépréciation du dollar. Il n'y a pas de problème du point de vue des niveaux d'endettement qui sont faibles, et notre situation fiscale est bien meilleure qu'auparavant, surtout pour les entreprises. Voilà qui nous ramène à l'élément qui a été soulevé à répétition : c'est une affaire de cours du pétrole. Le Canada en souffre beaucoup. Le gouverneur de la Banque du Canada nous a dit que la situation exige un ajustement sur plusieurs années. Le dollar canadien est un amortisseur qui facilite la transition vers une croissance davantage axée sur les exportations que sur le marché intérieur — une conversion nécessaire pour notre économie. Dans cette perspective, c'est une bonne chose.

Parmi les autres facteurs déterminants dans les années 1990, il faut noter une importante sortie de capitaux attribuable aux investisseurs étrangers. D'après les données mensuelles à notre disposition, je ne pense pas que cela soit vraiment problématique à ce moment-ci. Je dirais toutefois que le phénomène a pris de l'ampleur au cours des derniers mois. La demande de titres en dollars canadiens par des investisseurs étrangers a diminué, mais on ne peut pas parler d'une fuite en règle. La demande de titres du gouvernement et de titres de sociétés est encore forte, même si elle s'éloigne des sommets déjà atteints.

That leads me to the outlook, that to the extent that this is not a full-blown competitive challenge with Canada's structural issues across the board — yes, with some structural issues at play with the transition away from resources over time — I am hopeful we will see stabilization of the Canadian dollar.

Parlons maintenant des perspectives d'avenir. Dans la mesure où le Canada ne se retrouve pas en pleine crise structurelle pouvant miner sa capacité concurrentielle — même s'il y a bien quelques problèmes structurels associés à la transition visant à nous affranchir de la dépendance au secteur des ressources —, j'ai bon espoir que nous verrons le dollar canadien se stabiliser.

Again, it comes down to oil prices, and I think most of us are of the mind that oil prices are not going to keep falling and falling over time, but there are prospects for a bit of a bounce. I do think the Canadian dollar will be helped by that, and also it will lead to fewer concerns about the cyclical gap in economic performance more than anything between Canada and the United States, which I think is key.

Encore là, c'est d'abord une question de cours du pétrole et je pense que la plupart d'entre nous sommes d'avis que les prix ne vont pas chuter indéfiniment, mais qu'il y a plutôt des perspectives de reprise. C'est un changement qui devrait être bénéfique pour le dollar canadien et qui va également atténuer les inquiétudes quant à l'écart cyclique qui touche principalement le rendement de l'économie canadienne par rapport à celle des États-Unis, un élément clé à mon avis.

Much like my colleagues here, I do see scope for the Canadian dollar to stabilize and perhaps bounce up a bit over the next six months to a year.

À l'instar de mes collègues ici présents, je crois que la valeur du dollar canadien pourra se stabiliser, voire augmenter légèrement, d'ici 6 à 12 mois.

In terms of effects, I won't go through all of them. I think two of the effects I'm watching are more the positive effects. We've heard of some of the negative effects in the short term. Because people want a low dollar they don't want to see a falling dollar, and I think it does impede confidence, it leads to more uncertainty, but the benefits will increasingly play out as we go through this year going forward.

Pour ce qui est des effets ressentis, je ne vais pas en dresser la liste complète, mais il y a deux des répercussions que j'observe qui sont plutôt positives. Nous avons entendu parler des effets négatifs à court terme. Certains peuvent préconiser un dollar plus faible, mais on ne veut pas le voir partir en chute libre, car cela mine la confiance tout en créant une plus grande incertitude. Quoi qu'il en soit, les effets bénéfiques vont se faire sentir progressivement à compter de l'année qui vient.

It's really partly a manufacturing story. I think there is about a six-quarter lag. We're still seeing those benefits of a more competitive currency playout. That said, we've done our research, and I'm a little less optimistic than I was. Mr. Mendes talked about some of the structural challenges in manufacturing, like lack of capacity and some of the supply chain issues with the U.S. manufacturing sector hurting. That's going to limit the upside. The other observation we've seen in terms of those areas within manufacturing that are most sensitive to a lower dollar, they tend to be the smaller ones and not the big auto sector, such as the rubber, plastics and lumber. They are not insignificant, but they may account for 20 per cent to 25 per cent of manufacturing. That said, we still see improvement there.

En fait, le secteur manufacturier est aussi un aspect important à considérer. Je crois que le délai de réaction est d'environ six trimestres. Nous voyons encore se manifester les avantages d'une devise plus concurrentielle. Cela étant dit, à la lumière des recherches que nous avons menées, je suis un peu moins optimiste que je l'ai déjà été. M. Mendes a parlé des enjeux structurels avec lesquels doit composer le secteur manufacturier, notamment quant au manque de capacité et aux problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement en raison d'un secteur en difficulté aux États-Unis. C'est ainsi que les répercussions favorables vont être freinées. Nous avons en outre été à même de constater que les composantes du secteur manufacturier les plus touchées par un dollar faible sont généralement celles de plus petite taille comme le caoutchouc, le plastique ou le bois d'œuvre, plutôt que les grands secteurs comme celui de l'automobile. Ces composantes ont leur importance, mais ne représentent que 20 ou 25 p. 100 de l'ensemble du secteur manufacturier. Reste quand même qu'il y a amélioration à ce chapitre.

Another positive effect that we're hearing more is that we tend to think of trade being more about goods, but what about service trade? I think tourism is quietly giving a nice boost to the economy. It's two ways; it's not only that Americans are finally coming back to Canada, and we expect about a $1-billion to $2-billion boost in American spending in Canada relative to 2014 levels over the next year, so that's playing though, but we also know Canadians are visiting the U.S. less, and some of that money will be redeployed in Canada, and that I think will provide an even bigger boost. The numbers of Canadians going to the States is declining a lot quicker in terms of the sheer size of

Quand il est question de commerce, on pense généralement à celui des marchandises, mais que dire de celui des services? C'est un autre secteur qui ressent des effets favorables. Ainsi, le secteur touristique contribue discrètement à la relance de notre économie. Cet apport se manifeste sur deux plans. Non seulement les Américains reviennent-ils finalement au Canada, ce qui nous permet d'anticiper au cours de la prochaine année une hausse de leurs dépenses chez nous à hauteur de 1 à 2 milliards de dollars par rapport aux niveaux de 2014, mais nous savons également que les Canadiens seront moins nombreux à se rendre aux États-Unis, et qu'une partie des sommes ainsi économisées seront dépensées

spending volumes relative to Americans coming up to Canada. It's just a very much bigger magnitude. Together that double benefit is probably going to deliver a boost to the Canadian economy in the order of $4 billion to $5 billion. It doesn't completely change the picture, but it will provide a nice boost to the economy where growth is sorely needed.

au Canada, ce qui devrait avoir selon moi un effet de stimulation encore plus marqué. Si l'on tient compte du simple volume des sommes dépensées, l'incidence du grand nombre de Canadiens qui renoncent à se rendre aux États-Unis se fera ressentir beaucoup plus rapidement que celle du retour des Américains chez nous. Ce n'est pas du tout le même ordre de grandeur. L'effet combiné de ces deux facteurs positifs va sans doute stimuler l'économie canadienne à hauteur de 4 à 5 milliards de dollars. Le portrait d'ensemble ne va pas s'en trouver bouleversé, mais ce sera assurément un sérieux coup de pouce pour une économie qui a grand besoin de croissance.

I will wrap it up there. I look forward to your questions. I am happy we're not into this discussion of whether to fix our exchange rate to the United States, because I just don't think, given the different economic structures, that it would benefit us. I will stop there. Thank you.

Je vais conclure ainsi mon allocution et je me ferai un plaisir de répondre à vos questions. Je suis heureux que le débat ne porte pas sur la pertinence d'arrimer notre taux de change à celui des États-Unis, car je ne pense pas que cette solution nous serait profitable, compte tenu de nos structures économiques différentes. Je vais m'arrêter là. Je vous remercie.

The Chair: It's not that we haven't had that discussion before.

Le président : Ce n'est pas comme si nous n'avions jamais discuté de cette possibilité.

Mr. Burleton: You may have had it, but it's not in the media mainstream.

M. Burleton : Vous en avez peut-être discuté, mais ce n'est pas un point de vue répandu sur les grandes tribunes.

The Chair: That's right.

Le président : Tout à fait.

We have a great panel here, senators, and we have until 12:30. Let's try to elicit as much information and allow as many of them to speak as possible. So keep your questions short and crisp and let them talk to us.

Chers collègues, nous accueillons aujourd'hui un excellent groupe de témoins, et nous devons terminer notre séance à 12 h 30. Essayons donc de profiter au mieux de toute cette expertise en leur permettant de nous transmettre autant d'information que possible. Je vous invite à leur poser des questions concises pour leur laisser un maximum de temps de parole.

I'll start with the first speaker I have on the list, Senator Bellemare.

Je vais commencer par la première intervenante figurant sur ma liste, la sénatrice Bellemare.

[*Translation*]

[*Français*]

Senator Bellemare: Thank you, Mr. Chair. My question is brief and is addressed to all of you. You all discussed this in your own words, but I am very concerned by how the Canadian economy will adapt to the new reality of the under par value of the Canadian dollar.

La sénatrice Bellemare : Merci, monsieur le président. Ma question est brève et elle s'adresse à vous tous. Chacun en a parlé à sa façon, mais je suis très préoccupée par l'adaptation de l'économie canadienne à la nouvelle réalité d'un dollar plus faible que la parité.

Your message was quite clear with regard to the fact that the value of the Canadian dollar will increase, but we should not expect it to be higher in value than the American dollar or at par over the next few years. Governor Poloz has even told us that we are going to have to restructure our economy.

Votre message était assez clair quant au fait que la valeur du dollar canadien augmentera, mais qu'on ne s'attend pas à ce qu'elle soit plus élevée que le dollar américain ou à parité au cours des prochaines années. Le gouverneur Poloz nous annonce même qu'il faudra structurer notre économie.

When we examine that reality from one province to the other, we see that despite the fact that Quebec is in a good position, the maritime provinces, according to data from 1999, have current account imbalances and export more than they import, which gives rise to negative growth in terms of exports.

Lorsqu'on examine cette réalité d'une province à l'autre, on s'aperçoit que, malgré le fait que le Québec a bien tiré son épingle du jeu, les provinces maritimes, selon des données qui datent de 1999, ont des balances courantes et exportent davantage qu'elles n'importent, ce qui donne des taux de croissance négatifs en termes d'exportations.

Yesterday at the committee, representatives from the Bank of Canada and Export and Development Canada also alluded to adjustment problems. Mr. Hall, vice-president and chief

Hier, au comité, des représentants de la Banque du Canada et d'Exportation et développement Canada ont aussi fait allusion aux difficultés d'adaptation. En particulier, M. Hall, vice-

economist at Export and Development Canada, told us some interesting things when he answered a question from Senator Tannas, such as the fact that the adjustment was complicated.

Everyone said that with the lower Canadian dollar, people would be able to buy machinery, but 60 per cent of machinery is imported. And when the Canadian dollar was high, businesses did not buy machinery, but built up liquidity.

I am going to read Mr. Hall's reply in order to make my question more specific:

[*English*]

> To answer another of your questions on hedging activity, I believe that is part of the reason that we haven't actually seen some of the positive effects of a lower currency get into the marketplace at the moment, because contracts, hedging and different instruments that just-in-time global supply chains have to employ in order to maintain stability have put an additional rigidity into the market that hasn't permitted the full benefits of a lower currency to the extent that we anticipate . . . .

[*Translation*]

So, this is my question: Do you believe that the financialization of the economy has allowed the real economy to adapt in Canada, or has it prevented it from doing so? We note that things are not going too badly, but that they could be much better, in particular in certain provinces. Economic development is not even, and it seems that the real economy is having trouble increasing productivity and adjusting to international competition. As financial institutions, what is your role in this issue?

[*English*]

Mr. Mendes: There were a few good questions there, and I'll answer two of them and then pass it on to my colleagues here.

With regard to hedging activity, I agree it could delay some of the positive effects and some of the positive rebalancing that is going on in Canada, but the idea of hedging gives companies more certainty with regard to their revenue streams and their costs, which actually allows them to operate in a more efficient way. I think that it would be appropriate to say that in this case it was maybe a negative, but overall, if you look at the long term, it is a net positive for companies.

On your other question or comment with regard to machinery and the purchasing of machinery, and how, when the Canadian dollar loses value, it costs more to purchase machinery, I will make one comment that I think could be helpful. When companies need to purchase machinery in U.S. dollars and they are exporters to the U.S. and they're competing with U.S. firms, they're competing with firms that need to purchase that same machinery and have the same revenue stream in U.S. dollars. So

président et économiste en chef à Exportation et développement Canada, a répondu à une question du sénateur Tannas. Il nous a dit des choses intéressantes, comme le fait que l'ajustement était compliqué.

Tout le monde disait qu'avec la baisse du dollar canadien, les gens pourraient acheter de la machinerie, mais 60 p. 100 de la machinerie est importée. Puis, quand le dollar canadien était élevé, on n'achetait pas de machinerie, on gardait des liquidités.

Je vais lire la réponse de M. Hall, afin de préciser ma question :

[*Traduction*]

Pour répondre à votre question sur les opérations de couverture, je crois que c'est l'une des raisons pour lesquelles nous n'avons toujours pas observé les effets positifs de la faiblesse du dollar sur le marché, parce que les contrats, les fonds de couverture et les divers instruments que les chaînes d'approvisionnement mondiales juste à temps doivent utiliser pour maintenir la stabilité confèrent une rigidité supplémentaire au marché, qui ne permet pas de tirer pleinement avantage de la faiblesse de la devise...

[*Français*]

Alors, voici ma question : croyez-vous que la financiarisation de l'économie a permis ou a empêché à l'économie réelle de s'adapter au Canada? On constate que les choses ne vont pas si mal, mais qu'elles pourraient aller beaucoup mieux, en particulier dans certaines provinces. Le développement économique n'est pas égal, et on dirait que l'économie réelle peine à augmenter sa productivité et à s'ajuster à la concurrence mondiale. En tant qu'institutions financières, quel est votre rôle dans ce dossier?

[*Traduction*]

M. Mendes : Je répondrai à deux de ces excellentes questions et je laisserai le soin à mes collègues de répondre aux autres.

Les opérations de couverture, j'en conviens, pourraient retarder certains des effets positifs et ralentir en partie le rééquilibrage qui survient actuellement au Canada, mais les opérations de couverture offrent aux entreprises plus de certitude relativement à leurs sources de revenus et à leurs coûts, ce qui, en fait, permet leur exploitation plus efficiente. Il conviendrait peut-être de dire que, dans ce cas, c'était peut-être négatif, mais, dans l'ensemble, la perspective à long terme est nettement positive pour les entreprises.

Sur votre observation ou votre autre question sur l'achat de machinerie, plus chère quand le dollar canadien se déprécie, j'ai une précision peut-être utile. Les entreprises qui doivent acheter de la machinerie aux États-Unis et qui, en même temps, exportent leurs produits aux États-Unis concurrencent des entreprises américaines ayant le même besoin de machinerie et les mêmes revenus en dollars américains. En fait, donc, leur compétitivité n'en souffre pas nécessairement, parce que l'entreprise américaine

actually it's not necessarily a huge negative in their competitiveness because the U.S. firm is getting their revenue in U.S. dollars and has to buy the machinery, and the Canadian firm is getting their revenue in U.S. dollars and has to buy that same machinery. So it's not actually as bad as maybe you might think at first blush.

[*Translation*]

Mr. Jean: My thoughts are similar to what Mr. Mendes has just explained regarding the cost of investment. In fact, if we are exposed abroad, at this time we will experience a positive inflation in income. I am talking here about inflation in the cost of capital because of the currency, but if that same inflation acts on the income, then you would have perfect coverage in a perfect world, and the impact would be minimal.

We are competitive on the American market, and that is not really a negative factor. Everything is not perfect, however. Clearly, certain businesses have capital costs abroad, and are subject to that inflation and do not see it in their income. This means that there are businesses that will target the domestic market.

In that case, there will of course be a very negative impact. How can this be remedied? There is one way of doing so, and that is to generate that inflation, that is to say to simply increase prices. In certain sectors, we see businesses passing on these higher costs in higher prices, but not all sectors have the capacity to do that.

In fact, certain sectors have very little capacity to increase prices in order to offset higher costs. In the case of investment, this has the effect of a tax on capital that may curb investment.

We cannot put all Canadian businesses in the same basket. Some businesses will feel a very positive impact, others will not. In the work we did for Quebec, we determined that a large number of businesses benefit from this depreciation at this time, and at a certain point, we should see capital being deployed.

Mr. Perrault: I would have a few additional comments. Clearly, hedging activities, as some of you have explained, interfere with adjustment. We must not forget that that is an insurance policy. Although it may have some negative effects, seen from a certain angle at this time, this also has a positive impact, as some of you have mentioned, as it guarantees a payment flow at a certain proportion of the currency. When that insurance was acquired, it protected against downward or upward fluctuations. So the business had an important advantage. Businesses do that, because it gives them an advantage. In this case some of them lost a little, but basically, this is a positive factor for them.

What we also see, at least in my area, is that businesses protect themselves or purchase coverage at the current rate. Since we anticipate an increase in the value of the Canadian dollar, these

et l'entreprise canadienne, payées en dollars américains doivent acheter la même machinerie. La situation n'est donc pas aussi mauvaise qu'à première vue.

[*Français*]

M. Jean : Mon commentaire est que cela rejoint un peu ce que M. Mendes vient d'expliquer au sujet du coût de l'investissement. En fait, si on est exposé à l'étranger, en ce moment on subit une inflation positive des revenus. On parle ici d'inflation des coûts du capital en raison de la devise, mais si on a cette même inflation qui agit sur le revenu, on a alors une couverture parfaite dans un monde idéal, et cela n'a pas tellement d'impact.

Nous sommes concurrentiels sur le marché américain, et ce n'est pas tellement un facteur négatif. Tout n'est pas parfait, cependant. Évidemment, certaines entreprises ont des coûts en capital à l'étranger, qui subissent cette inflation et qui n'ont pas cette inflation dans leurs revenus. Cela signifie qu'il y a des entreprises qui sont orientées à l'échelle intérieure domestique.

À ce moment-là, il y a évidemment un impact très négatif. Comment peut-on y remédier? Il y a une façon de le faire, c'est de générer cette inflation, c'est-à-dire d'augmenter les prix tout simplement. Dans certains secteurs, on voit des entreprises transformer ces coûts plus élevés en prix plus élevés, mais ce ne sont pas tous les secteurs qui ont la capacité de le faire.

Certains secteurs ont effectivement très peu de capacité d'augmenter les prix pour pallier des coûts plus élevés. Dans le cas de l'investissement, cela a l'effet d'une taxe sur le capital qui peut freiner les investissements.

On ne peut pas mettre toutes les entreprises canadiennes dans le même panier. Certaines entreprises seront touchées très positivement, d'autres subiront cet impact. Dans les travaux que nous faisons pour le Québec, nous avons déterminé qu'un grand nombre d'entreprises bénéficient de cette dépréciation à l'heure actuelle, et qu'à un moment donné, du capital devrait être déployé.

M. Perrault : J'aurais quelques observations supplémentaires à ajouter. Évidemment, les activités de couverture, comme certains d'entre vous l'ont indiqué, représentent un frein à l'ajustement. Il ne faut pas oublier qu'il s'agit d'une politique d'assurance. Bien que cela puisse avoir des effets négatifs, d'une certaine perspective en ce moment, cela a aussi des effets positifs, comme certains l'ont mentionné, que de garantir un flux de paiement strictement à une certaine valeur de la devise. Lorsque cette assurance a été contractée, elle protégeait à la hausse ou à la baisse. Donc, la firme a un avantage important. Les entreprises le font, car cela leur procure un avantage. Il s'avère que, dans ces cas-ci, certaines y ont perdu un peu, mais, fondamentalement, c'est bien pour elles.

Ce qu'on observe également, du moins chez nous, c'est que les firmes se protègent ou achètent de la couverture au taux actuel. Puisqu'on anticipe une augmentation du dollar canadien, ces

businesses were able to purchase coverage from 68 cents to 72 cents, which will allow them to make more money if the dollar appreciates.

Adjustment is a complex process, as some of you mentioned. The governor of the Bank of Canada referred to this often. This is an even more complex process because of the global economic situation. We know that financing costs are very low for businesses. They generally have a lot of money and are profitable. They have a lot of money in the bank but they do not invest all that much. It is not necessarily that financial costs are inhibiting investment. It is simply that they are concerned about the economic perspectives, both in Canada and abroad. We see this on a global scale; there are surplus savings as compared to investment, because businesses are conservative. They are worried about the global outlook, and that is constraining investment internationally. Canada had a slight advantage as compared to other countries, to the extent that investment was stronger here than elsewhere. In the provinces that will have to make considerable structural adjustments, such as the maritime provinces, these factors weigh even more heavily.

That is a partial reply, but it is important to have some perspective and take global conditions into account.

Senator Massicotte: My question will be very brief, and I would ask you for a very brief answer, which would allow me to ask several questions. You are all in agreement that this is the wrong time to suggest that we freeze our dollar as compared to the American dollar. That is out of the question. You are all in agreement on that? Nobody disagrees? Very well.

When you do forecasts, it is easy to talk about the past. You talk about the past with certainty, as does a sports analyst or a stock analyst. When you talk about the future, it is always more difficult. Several of you made projections — Ms. Desjardins, in particular — regarding the price of oil, as did Mr. Porter. How would you quantify your projections in percentage terms? Are you 90 per cent sure? Or 50 per cent sure? I would like to obtain a figure from each of you. Mr. Porter?

[*English*]

Mr. Porter: I would say about 30 per cent sure. A little bit more seriously, it does depend so critically on what you assume about oil prices, and, quite frankly —

[*Translation*]

Senator Massicotte: So what is your percentage?

Senator Ringuette: He said 30 per cent.

Senator Massicotte: No, 30 per cent was —

firmes ont pu se couvrir et acheter une couverture de 0,68 $ à 0,72 $, ce qui leur permettra de faire plus d'argent que si le dollar s'apprécie.

L'ajustement est un processus complexe, comme certains l'ont mentionné. Le gouverneur de la banque en a parlé souvent. Il s'agit d'un processus qui est encore plus complexe étant donné la conjoncture globale. On sait que les coûts de financement sont très faibles pour les entreprises. Elles ont beaucoup d'argent en général et sont profitables. Elles ont beaucoup d'argent en banque et elles n'investissent pas tant que cela. Ce n'est pas nécessairement une question de coûts financiers qui agissent comme frein à l'investissement. C'est tout simplement une inquiétude quant aux perspectives économiques, tant au Canada qu'à l'extérieur. On le voit à l'échelle globale, il y a un excès de l'épargne relative à l'investissement, parce que les entreprises sont conservatrices. Elles ont des inquiétudes relativement aux perspectives globales, et cela constitue un frein à l'investissement au niveau global. Nous avions un léger avantage au Canada, par rapport aux autres pays, dans la mesure où l'investissement était plus fort ici qu'il ne l'était ailleurs. Dans les provinces où il y a d'importants ajustements structurels à faire, comme les provinces de l'Atlantique, ces facteurs pèsent encore plus lourd.

C'est un élément partiel à la réponse, mais il est important de prendre un peu de recul et de considérer les conditions globales.

Le sénateur Massicotte : Ma question sera très courte, et je vous demanderais de formuler une réponse très courte, ce qui me permettra de poser plusieurs questions. Vous êtes tous d'accord que ce n'est pas le temps de proposer de geler notre dollar par rapport à la devise américaine. C'est hors de question. Vous êtes tous d'accord? Personne ne propose de faire autrement? Bon.

Lorsque vous faites des projections, il est facile de parler du passé. Vous parlez du passé avec certitude, comme le fait un analyste de sport ou des marchés boursiers. Lorsqu'on parle de l'avenir, c'est toujours plus difficile. Plusieurs d'entre vous ont fait des projections — Mme Desjardins, en particulier — sur le prix du pétrole, et notamment M. Porter. Quel est le pourcentage de probabilité de vos projections? Êtes-vous convaincus à 90 p. 100? Ou à 50 p. 100? J'aimerais avoir un chiffre de la part de chacun d'entre vous. Monsieur Porter?

[*Traduction*]

M. Porter : Je dirais que je suis convaincu à environ 30 p. 100. Un peu plus sérieusement, cela dépend tellement des hypothèses qu'on fait sur les cours pétroliers, et, bien honnêtement...

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Alors, quel est votre pourcentage?

La sénatrice Ringuette : Il a dit 30 p. 100.

Le sénateur Massicotte : Non, 30 p. 100, c'était...

[*English*]

Mr. Porter: Thirty per cent; I'm not kidding.

Mr. Mendes: I would say I'd be very certain. If you could tell me where oil prices are, I could tell you where the loonie would be. With greater than 50 per cent odds, I would say that the oil prices end the year higher than they are today and that the loonie ends the year stronger than it was.

[*Translation*]

Senator Massicotte: So 50 per cent.

Mr. Jean: I would say that, at the same time last year, we were 75 per cent confident that the price of oil would be sitting at $60 today.

Senator Massicotte: That was in the past.

Mr. Jean: I say that to draw a parallel. Today, the price of oil is just above $30, so we're telling you that it will hit $46. But can we have the same level of confidence? Can we be 75 per cent confident in that projection, as we were last year? Of course not, because the situation has obviously been difficult.

Senator Massicotte: What is your percentage?

Mr. Jean: If I had to give a percentage, I would probably say 40 per cent. But I do think the lower the price of oil, the greater our opportunity to bounce back.

Senator Massicotte: Ms. Desjardins?

[*English*]

Ms. Desjardins: I have to say, I think I'm reasonably confident that oil prices will rise, so I would say 50 per cent.

[*Translation*]

Senator Massicotte: Mr. Perrault?

Mr. Perrault: I would peg the probability of correctly predicting that the price of oil will rise within a year and a half at somewhere around 50 per cent.

[*English*]

Mr. Burleton: I'm on the same page. There are a lot of uncertainties for oil.

Senator Massicotte: What's your percentage?

Mr. Burleton: Oh, okay. I'd say 50.

[*Translation*]

Senator Massicotte: I'd like to make a comment, if I may. You're in Ottawa; you're accustomed to not answering questions, having learned well from our politicians. When you say 50 per cent, you are working with a major bank or financial institution. You have capital market departments engaged in the management and speculation of billions of dollars every day. Do

[*Traduction*]

M. Porter : Trente pour cent; je ne plaisante pas.

M. Mendes : Je dirais que je serais très convaincu. À partir des cours du pétrole, je pourrais pronostiquer la valeur du dollar canadien. Avec une certitude supérieure à 50 p. 100, je dirais, que les cours du pétrole seront, à la fin de l'année, supérieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui et que, en même temps, le dollar canadien sera plus fort qu'il l'était.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Alors 50 p. 100.

M. Jean : Je vous dirais que, l'année dernière, à pareille date, nous étions confiants à 75 p. 100 que le prix du pétrole serait à 60 $ aujourd'hui.

Le sénateur Massicotte : C'est le passé.

M. Jean : Je dis cela pour faire le parallèle. Aujourd'hui, le prix du pétrole est légèrement au-dessus de 30 $. Donc, nous vous disons que le prix du pétrole atteindra 46 $. Toutefois, peut-on être aussi confiant? Peut-on être confiant de cette prédiction à 75 p. 100 comme on l'était l'an dernier? Bien sûr que non, parce que, de toute évidence, la situation a été difficile.

Le sénateur Massicotte : Quel est votre pourcentage?

M. Jean : Si j'avais à donner un pourcentage, je dirais probablement 40 p. 100. Je pense, cependant, que plus bas sera le prix du pétrole, plus nous aurons de chances de rebondir.

Le sénateur Massicotte : Madame Desjardins?

[*Traduction*]

Mme Desjardins : Je dois dire que je suis assez sûre que les cours du pétrole monteront, sûre à 50 p. 100.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Monsieur Perrault?

M. Perrault : Je me situerais dans les 50 p. 100 en ce qui concerne la probabilité d'avoir raison que le prix du pétrole augmentera d'ici un an et demi.

[*Traduction*]

M. Burleton : Je suis d'accord. Il y a beaucoup d'incertitudes relativement au pétrole.

Le sénateur Massicotte : Quel est votre pourcentage?

M. Burleton : Oh, eh bien, je dirais 50 p. 100.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Si je puis me permettre une remarque, vous êtes à Ottawa, vous êtes habitués à ne pas répondre aux questions, car vous avez bien appris de nos politiciens. Lorsque vous dites 50 p. 100, vous travaillez avec une banque ou une institution financière d'importance. Vous avez un département de marchés de capitaux qui gère et spécule à coup de milliards

your capital market departments listen to you? Are the risks they take in line with your presumptions of certainty, or are those presumptions simply for public consumption and discussion?

Mr. Porter, are the investments made by your capital market department in line with your expectations? It's a simple question, and I'd like a simple answer.

[*English*]

Mr. Porter: My own, no; they take that as one voice. I'm certainly part of the consensus view out there. On financial markets, I believe that economists are wrong as often as they are right. On other economic variables, like the unemployment rate or growth or inflation, economists have a much better track record, but, essentially, financial markets have all current information priced into them already. So, pretty much by definition, anything from here on out is a surprise.

Mr. Mendes: I would agree with Mr. Porter; he took the words out of my mouth. By definition, financial markets are pricing everything that we know at this current point, so, if we had great certainty, it would almost be rigged. So it's most fair this way.

[*Translation*]

Senator Massicotte: Mr. Jean?

Mr. Jean: Whether it's the media or our clients, people are always looking to us to talk and hear our views on the value of the dollar and financial variables. If our opinion didn't carry any weight, we wouldn't be so sought after. What matters is not so much being right, but more so, and above all, making projections based on appropriate reasoning and being able to articulate the various dynamics at play. I will tell you that our views are used and they are important.

Senator Massicotte: Ms. Desjardins?

[*English*]

Ms. Desjardins: I agree with Jimmy inasmuch as we build a view based on our best assessment of what we believe are the underpinnings of a movement in the Canadian dollar. So, to that extent, I think it does add value because we do have differing opinions, as you can hear, and differing opinions vis-à-vis the market.

I think, all in all, it does add value. Certainly, if you see developments evolving as we anticipate, you have that same intuition based on economic fundamentals, then I think it does certainly add value to our clients.

[*Translation*]

Senator Massicotte: Mr. Perrault?

chaque jour. Vos départements de marchés de capitaux vous écoutent-ils? Prennent-ils des risques équivalents à vos présomptions de certitude, ou est-ce simplement à des fins de consommation et de discussion avec le public?

Monsieur Porter, votre département de marchés de capitaux investit-il de façon équivalente à vos attentes? Ma question est simple, et j'aimerais une réponse simple.

[*Traduction*]

M. Porter : Le mien, non; il parle d'une seule voix. Je fais certainement partie de l'opinion, du consensus qui s'y établit. Sur les marchés financiers, je crois que les économistes se trompent aussi souvent qu'ils ont raison. Sur d'autres variables économiques, comme le taux de chômage ou la croissance ou l'inflation, ils obtiennent des résultats très supérieurs, mais, au fond, les marchés financiers ont déjà inclus dans leurs prix toute l'information courante. Alors, presque par définition, à partir de maintenant, tout devient surprise.

M. Mendes : Je serais d'accord avec M. Porter; il m'a enlevé les mots de la bouche. Par définition, les marchés financiers intègrent dans les prix tout ce qui est connu à ce moment-là. Alors, une grande certitude serait presque un signe de trucage. Ainsi, c'est très équitable.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Monsieur Jean?

M. Jean : Nous sommes toujours sollicités, que ce soit par les médias ou par nos clients, pour discuter et donner nos visions sur les valeurs de la devise et des variables financières. Si notre opinion n'avait pas de valeur, nous ne serions pas sollicités autant. Ce n'est pas tant le fait d'avoir raison qui importe, mais surtout le raisonnement qui sous-tend les projections, et le fait d'être capable d'articuler les différentes dynamiques. Je vous dirais que c'est utilisé et que c'est important.

Le sénateur Massicotte : Madame Desjardins?

[*Traduction*]

Mme Desjardins : Je suis d'accord avec Jimmy, vu que notre opinion découle de notre meilleure évaluation des bases apparentes d'un mouvement du dollar canadien. Dans cette mesure, nos opinions sur le marché ont d'autant plus de valeur qu'elles sont divergentes, comme vous le voyez.

Je pense que, en somme, cela les valorise. Il est sûr que si les faits s'accordent à nos prévisions et que vous avez la même intuition d'après les principes de base économiques, alors cela les valorise certainement auprès de nos clients.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Monsieur Perrault?

Mr. Perrault: Our projections, in terms of both the dollar and commodities, are used for tax and financial planning purposes.

Senator Massicotte: Mr. Burleton?

[*English*]

Mr. Burleton: If futures markets are any indication, they are a little bit less optimistic than the mainstream forecasters, and it's the same thing with a lot of variables these days — U.S. Federal Reserve Fed funds rate.

There's certainly caution in the markets relative to some of the pundits, but that doesn't mean they'll be right and we'll be wrong, for sure.

[*Translation*]

Senator Ringuette: I have a simple question, but the answer may be complex. It's for all of you.

For a number of years now, not a week has gone by when we haven't heard about Canadians' level of household debt in the news. What impact do you think the value of the loonie will have on household debt in the short and medium terms?

[*English*]

Mr. Porter: There's not necessarily a direct impact immediately. I think in fact at the margin, one thing that's happened over the last year is because of the weakness in oil prices, the weakness in the Canadian economy, we've actually seen the Bank of Canada cut interest rates twice, we've seen long-term interest rates fall to all-time lows in recent weeks, and if anything, that has actually made it more affordable to manage the debt levels we do have.

When we look ahead, I think how this ultimately will be resolved or will affect the economy — and this is part of the adjustment process when we talk about the lower Canadian dollar — I think we will see a shift in emphasis of growth in the Canadian economy away from consumer spending, away from housing and more towards exports in particular, and the weaker Canadian dollar will help us make that shift.

I've always tried to push back against the doomsday scenario about household debt, seeing it as a clear and present danger to the economy. The one thing I always like to point out is that Canada's household debt levels are not out of the ordinary when we look around the world. There are a number of very successful economies that have higher household debt levels than we do, such as Switzerland, Norway, Netherlands or Denmark. Sweden is very similar to us. The U.K. is very similar to us. Australia is also very similar. Yes, we are higher than the U.S., but the U.S. consumer has reformed. It found religion during the financial crisis and brought its debt down to much more manageable levels.

M. Perrault : Les prévisions que nous faisons, tant en ce qui concerne le dollar que les matières premières, sont utilisées en matière de planification fiscale et financière.

Le sénateur Massicotte : Monsieur Burleton?

[*Traduction*]

M. Burleton : Si les marchés à terme peuvent donner une indication, ils sont un peu moins optimistes que les prévisionnistes de l'école dominante, et c'est la même chose pour beaucoup de variables, par les temps qui courent — le taux des fonds de la Réserve fédérale américaine.

Sur les marchés, on fait certainement attention à certains des experts, mais cela ne signifie pas qu'ils auront raison et que nous aurons tort, c'est certain.

[*Français*]

La sénatrice Ringuette : J'ai une question simple, et peut-être que la réponse sera complexe, mais elle s'adresse à vous tous.

Depuis plusieurs années, pas une semaine ne passe sans que, dans les médias, on ne fasse état de l'endettement des ménages canadiens. Selon vous, quel sera l'impact, à court et moyen termes, de la devise canadienne sur l'endettement des ménages?

[*Traduction*]

M. Porter : L'effet direct ne se fera pas nécessairement sentir immédiatement. Je pense en fait que ce serait marginalement. L'un des faits survenus l'année dernière découle de la faiblesse des cours du pétrole et de celle de l'économie canadienne. À deux reprises, la Banque du Canada a réduit les taux d'intérêt, ce qui les a amenés, ces dernières semaines, à des valeurs minimales jamais vues, et, à vrai dire, cela a effectivement rendu plus abordable notre niveau d'endettement.

Pour l'avenir, en guise de solution ou d'effet sur l'économie — et cela fait partie du processus de correction dont nous parlons au sujet du dollar canadien déprécié —, je pense que nous verrons que, pour sa croissance, l'économie canadienne cessera de compter sur les dépenses des consommateurs et les mises en chantier dans le bâtiment pour s'appuyer davantage sur les exportations, en particulier, et que le dollar canadien affaibli nous aidera à franchir ce pas.

J'ai toujours essayé de réagir contre les scénarios apocalyptiques, qui voient dans l'endettement des ménages un danger évident et actuel pour l'économie. Je ne me prive jamais de signaler que les niveaux de cet endettement ne sont pas extraordinaires par rapport à ceux d'autres pays. Dans un certain nombre d'économies très prospères, l'endettement des ménages est supérieur au nôtre, par exemple en Suisse, en Norvège, aux Pays-Bas ou au Danemark. En Suède, au Royaume-Uni et en Australie, il est très semblable au nôtre. Effectivement, le nôtre est plus élevé que celui des ménages américains, mais le consommateur américain s'est réformé. Il a redécouvert la

So Canada is not that unusual when we look around the world.

The way I look at our record levels of household debt is that we really can't count on the consumer to continue to drive the economy in the years ahead, but I don't see it as a near-term danger to the economy.

The Chair: Anybody else?

Mr. Mendes: I have just one comment on that. I think what we understand is that the weaker Canadian dollar is going to affect consumers by increasing inflation, but inflation is still very low and contained in this country.

What it will also do is support the labour market, which is more important, so that people can still service that high level of household debt. I think the Bank of Canada's cutting of interest rates as well will support the labour market, and that's where we see support will come from for that debt.

Mr. Burleton: I think that's an important point. We often directly link a lower Canadian dollar with reduced purchasing power of consumers, and all things being equal, that's a negative for the household balance sheet.

The important distinction is not the decline in the dollar; it's what's happening underlying inflation, so you need to look at a broader picture. Inflation is the key from a purchasing power perspective when you look at the Canadian household. By that, you're getting the offset from lower gas prices to some extent. Most feel that the pass-through of the lower loonie to the general consumer prices tends to be a short-term impact rather than something long-lasting.

Senator Ringuette: And the uptake on the job market will enable Canadians to reduce that debt load?

Mr. Burleton: Absolutely. To the extent that the lower dollar helps the job market grow, we get growth in these sectors — some of them I spoke of — and that is really the key when it comes back to the consumer.

That's the thing. It's not the Canadian dollar; it's what it's implying about the underlying economy. To the extent that the falling dollar is due to the Canadian economy really weakening, then that doesn't bode well from a household debt, household financial perspective.

Senator Tannas: Thank you all for being here. Yesterday — Senator Bellemare referred to it a little bit — we tried to have a discussion with the Bank of Canada around sentiment and how, when you add it onto speculation, the short-selling of the dollar, hedging activities by nervous exporters or importers to try to protect themselves, which further plays into sentiment, what kind of an impact that has, and we got nowhere. It's obviously not something they like to talk about.

religion pendant la crise financière et abaissé sa dette à des niveaux beaucoup plus faciles à gérer. Alors le Canada ne fait pas exception par rapport au reste du monde.

Mon opinion sur l'endettement des ménages est que nous ne pouvons pas vraiment compter sur le consommateur pour continuer à animer l'économie dans les années à venir, mais je n'y vois aucun danger à court terme pour l'économie.

Le président : D'autres observations?

M. Mendes : J'en ai une seule à ce sujet. Je pense que nous comprenons que le dollar canadien affaibli touchera les consommateurs en raison de l'augmentation de l'inflation, mais, dans notre pays, l'inflation reste très faible et maîtrisée.

De plus, cela favorisera le marché du travail, ce qui est plus important, pour que les ménages puissent continuer de payer les intérêts de leur endettement élevé. Je pense que la Banque du Canada, en diminuant les taux d'intérêt aussi, appuiera le marché du travail, et c'est de là que proviendra l'aide contre cet endettement.

M. Burleton : Je pense que cette observation est importante. Nous relions souvent directement un dollar canadien faible à un pouvoir d'achat réduit des consommateurs. Toutes autres choses étant égales, c'est un facteur négatif pour le bilan des ménages.

Ce qui importe ici, ce n'est pas la baisse du dollar, mais ce qui se passe chez les facteurs d'inflation. Il faut donc examiner la situation générale. L'inflation est la clé du point de vue du pouvoir d'achat du ménage canadien. La baisse des prix de l'essence la neutralise dans une certaine mesure. Beaucoup estiment que l'effet du dollar canadien déprécié sur l'indice des prix à la consommation tendra à être de courte durée.

La sénatrice Ringuette : Et la réaction, sur le marché de l'emploi, permettra aux Canadiens de réduire cet endettement?

M. Burleton : Absolument. Dans la mesure où le dollar déprécié aide à la croissance du marché de l'emploi, cela entraîne dans ces secteurs une croissance — dont j'ai parlé en partie — et c'est vraiment la solution, lorsque le consommateur en profite.

Voilà l'important. Ce n'est pas le dollar canadien; c'est ce que ça laisse sous-entendre au sujet de l'économie sous-jacente. Dans la mesure où le dollar se déprécie parce que l'économie canadienne s'affaiblit vraiment, ce n'est pas une bonne nouvelle pour l'endettement ou les finances des ménages.

Le sénateur Tannas : Je vous remercie tous d'être ici. Hier — la sénatrice Bellemare y a fait allusion un peu —, nous avons essayé d'entamer une discussion avec la Banque du Canada sur l'effet de l'humeur, qui devient plus maussade si on ajoute l'effet de la spéculation, de la vente à découvert du dollar, des opérations de couverture par des exportateurs ou des importateurs nerveux qui essaient de se protéger. Peine perdue. C'était manifestement un sujet désagréable pour la banque.

You all did, or a number of you did. One of you mentioned some of the evidence towards sentiment in your short sale of the Canadian dollar being four times larger than in comparison with Australia, which leads me to believe from your comments that we have been through a period of negative sentiment and that the dollar has been oversold, and perhaps we are somewhere at the bottom or maybe starting to move up as sentiment improves. If I'm wrong with that, maybe you can correct me.

I guess what I'd like from you, being inspired by Senator Massicotte's way of questioning, is could you from your models or from your experience give us a number on neutral sentiment and what your model would drive out for a Canadian-U.S. exchange rate today. We'll start with Mr. Porter.

Mr. Porter: It just so happens that we've been fine-tuning our model recently, and what we're coming up with, based on today's commodity prices, is actually not much different from Desjardins. We come up with 74 cents as a point estimate. That's based on today's oil prices.

I'll give you a longer-term view quickly. I think when we try to look at what is a fair value for the currency over the long sweep of history, something in the low 80-cent range, based on more normal oil prices, is —

Senator Tannas: I get that, and we saw that in a number of years. I'm just looking at the sentiment.

So 74 cents would be neutral. We're still at a discount. For all Canadians watching who patriotically want to go out and short the American dollar today, that's the number we're looking for: 74 cents is where we should be today based on oil prices and all your other factors. Mr. Mendes?

Mr. Mendes: I have a few comments. I will give you the number. I would say it's very close to Mr. Porter's number, 73 cents. But it's well known in the economics profession that currencies often overshoot. I would say that this is a classic case of that right here, what we saw in Canada recently.

The risk with the currency overshooting — and what I calculated was one of the deepest and quickest depreciations of the Canadian dollar in its history outside of the great recession and outside of a few other cases — is that when it moves so far and so quick that it hits consumer confidence. Not even the market's negative sentiment — it hits consumer confidence. That's where I would be worried.

I agree that the markets have been negative. There is that "short Canada" mentality around the world. What I see in fixed income prices and bond prices is that it's not very heavily priced in with regards to risk premiums.

Vous en avez tous parlé ou un certain nombre d'entre vous en ont parlé. L'un de vous a mentionné que l'humeur se manifeste dans la vente à découvert du dollar canadien, qui est quatre fois plus importante que celle du dollar australien. J'en déduis, d'après vos observations, que nous avons franchi une période d'humeur négative, que le dollar a été survendu et que, peut-être, après être tombés au plus bas, nous commençons à remonter, grâce à un changement d'humeur. Si je me trompe, corrigez-moi.

Inspiré par les questions du sénateur Massicotte, je voudrais que, à partir de vos modèles ou de votre expérience, vous chiffriez l'humeur neutre et que vous disiez à quelle valeur votre modèle arriverait pour le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain aujourd'hui. Commençons par M. Porter.

M. Porter : Il se trouve, par hasard, que nous venons de peaufiner notre modèle et ce qu'il nous dit, d'après le cours des marchandises, ne diffère pas beaucoup des prévisions de Desjardins. Nous arrivons à une estimation ponctuelle de 74 cents, d'après les cours du pétrole.

Je vous donne tout de suite un aperçu à plus long terme. Lorsque nous essayons d'estimer une valeur juste du dollar à long terme, dans la fourchette de 80 à 85 cents, d'après des cours plus normaux pour le pétrole, nous...

Le sénateur Tannas : Je vois, et nous l'avons vu un certain nombre d'années. Je m'intéresse seulement à l'humeur.

Donc un cours de 74 cents correspondrait à une humeur neutre. C'est toujours un rabais. Pour tous les Canadiens qui nous écoutent et qui, par patriotisme, veulent vendre aujourd'hui le dollar américain à découvert, c'est le chiffre que nous visons : 74 cents, c'est là où nous devrions nous trouver, aujourd'hui, d'après les cours du pétrole et tous vos autres facteurs. Monsieur Mendes?

M. Mendes : J'ai quelques observations. Je vous donnerai le chiffre. Il est très près de celui de M. Porter, 73 cents. Mais les économistes savent très bien que les devises sont souvent surévaluées. Je dirais que le sort récent du dollar canadien en est un exemple classique.

Le risque pour une devise surévaluée — et j'ai calculé que nous avons assisté à l'une des dépréciations les plus rapides et les plus fortes de l'histoire du dollar canadien, si l'on excepte la grande récession et quelques autres cas —, c'est que l'ampleur et la rapidité du phénomène minent la confiance du consommateur. Ce n'est même pas une humeur négative du marché, c'est la confiance du consommateur. C'est ce qui m'inquiéterait.

Les marchés ont été négatifs, j'en conviens. Dans le monde entier, on pense que les actifs canadiens devraient être bon marché. Je constate, à l'égard du prix des valeurs à revenu fixe et du cours des obligations, que la part des primes de risque dans leurs prix n'est pas fortement évaluée.

So I would say that there is a negative sentiment towards Canada. The currency did overshoot. We're moving back to more appropriate levels, and that's a good thing, because if the move had been exacerbated, we would have risked hitting consumer confidence.

Senator Tannas: Good point.

Mr. Jean: On the topic of confidence, I think confidence or market sentiment has been downright toxic in January, not just in Canada but everything in the whole realm of financial markets. It has obviously hit the Canadian dollar significantly, but why? Because of oil prices. I think oil prices are also oversold, given the fundamentals and what we see going forward.

I think what is really problematic right now is the speed of the decline and the sense of instability that can be tracked to sentiment. When we crossed over the 70-cent level, then the general press was alerted and the loonie was making the prime-time news on a daily basis. That hurts how the average consumer and business owner feels about the economy.

Yes, it does get into a period where it can be problematic. I think it's important because the Bank of Canada on January 20 walked into the meeting with the mindset that they should cut interest rates, but then the argument was made that there's fiscal stimulus coming up and, secondly, cutting rates further would exacerbate that instability in the currency. They ultimately chose to hold back and wait a little bit so as not to have that counterproductive effect happen. It is a fair point.

Today we're at 73 cents, so perhaps it acts the other way.

Senator Tannas: Are you 73 in your model, or are you saying —

Mr. Jean: No. I'm saying the currency right now is at 73 cents —

Senator Tannas: What is your number? What is your neutral number?

Mr. Jean: The value of currency is at 75.

Ms. Desjardins: We are at 76 in terms of what our model would say with current economic conditions. I guess one of the factors that have played significantly in this move of currency is of course oil prices but also the U.S. dollar. The U.S. dollar has been powering along against everyone. There was a sentiment that the Fed would be gradually raising interest rates while the rest of the world is either cutting or holding still. We have to put that in the context as well. Yes, we have some negative sentiment, but I think positive sentiment to the U.S. dollar.

Le Canada est donc victime d'une humeur négative. Sa devise a été surévaluée. Nous revenons à un cours approprié, et c'est bon, parce que, si le mouvement s'était amplifié, nous aurions risqué d'entamer la confiance du consommateur.

Le sénateur Tannas : Bonne observation.

M. Jean : En ce qui concerne la confiance, je pense qu'elle ou l'humeur du marché ont été carrément toxiques en janvier, pas seulement au Canada, mais sur tous les marchés financiers. Le dollar canadien a beaucoup écopé, manifestement, mais pourquoi? À cause des cours du pétrole. Je pense que ses cours sont aussi survendus, vu les facteurs de base et ce que nous constatons depuis.

Le vrai problème, maintenant, est la vitesse de la chute et le sentiment d'instabilité qu'on peut rattacher à l'humeur. Lorsque nous avons franchi la barre des 70 cents, la presse générale a été alertée, et le cours du dollar canadien a fait les manchettes quotidiennes, aux heures de grande écoute. L'humeur du consommateur et du propriétaire d'entreprise à l'égard de l'économie fait vraiment mal.

Effectivement, cela arrive au moment qui risque d'être problématique. Je pense que c'est important, parce que la Banque du Canada, le 20 janvier, s'est présentée à la réunion dans l'intention de diminuer les taux d'intérêt. Mais on a fait valoir que des mesures de relance étaient en vue et que, ensuite, la réduction des taux exacerberait l'instabilité de la devise. La Banque a finalement choisi de ne pas intervenir et d'attendre un peu, pour ne pas causer cet effet, qui aurait contrarié les résultats recherchés. Il est juste de le dire.

Aujourd'hui, nous sommes à 73 cents. Peut-être que l'effet agit dans le sens contraire.

Le sénateur Tannas : Êtes-vous à 73 dans votre modèle ou êtes-vous en train de dire...

M. Jean : Non. Je dis que le cours, actuellement, est à 73 cents...

Le sénateur Tannas : Quel est votre chiffre? Celui qui correspond à la neutralité?

M. Jean : Le dollar est à 75 cents.

Mme Desjardins : Notre modèle, compte tenu des conditions économiques actuelles, dit 76 cents. Je pense que l'un des facteurs qui a notablement influé sur ce mouvement est, bien sûr, les cours du pétrole, mais il y a aussi le dollar américain, qui a continué de s'apprécier au détriment de tous. On pensait que la Réserve fédérale relèverait graduellement les taux d'intérêt, pendant que le reste du monde les diminuerait ou les maintiendrait constants. Il faut aussi situer cela dans son contexte. Effectivement, nous éprouvons des sentiments négatifs, mais, je pense que, à l'endroit du dollar américain, ils sont positifs.

Mr. Perrault: We basically all use the same kinds of models for the Canadian dollar. We may end up in a different spot, 74, 75 or 73 cents. We're at 73 cents right now, but that's heavily a function of what happens to commodity prices.

Senator Tannas: You also mentioned that you are watching short positions. You have a way of quantifying that. Are you seeing in the short term an unwinding of those positions as a reflection that we've troughed out on negative sentiment and that we're headed the other way?

Mr. Perrault: The data are weekly. The last data we have don't suggest that. Clearly what's happened with the dollar over the last week suggests there has been a sharp referral in positioning against it. I suspect that when the next data are available, we will see some reversal in short positions.

As Mr. Mendes indicated, there clearly was negative sentiment. At the same time, the way exchange markets work in general is that there needs to be some degree of overshooting before markets reverse and investors start to say, "Okay, this has gone down far enough; it's time to take a bet in the other direction." It looks like that's happening now for Canada. There's a large aspect of this which is a kind of movement against the U.S. dollar. The U.S. dollar has been strong for a long period of time. People are re-evaluating whether that strength will be as long-lasting as they thought given what some of the Fed governors have been saying. There is a move away from the U.S. dollar into other kinds of currencies, including our own; but ours had been more aggressively sold than others, so it is normal to expect that ours would pick up and rebound a little more than others.

Mr. Burleton: My gut sense is that the Canadian dollar has oversold but largely because the U.S. dollar has been overbought; and it probably will come down.

Our models may be a little different. We're not far off where our models are pointing. They are largely driven by interest rates as we find that to be a very good indicator. Ten-year spreads between Canada and the U.S. are at historic highs in terms of width; and five-year spreads aren't far off that. Unless that changes dramatically, we see a bit of that narrowing going forward.

Senator Black: I have a question around exports. If it has been asked, please tell me.

The Chair: Mr. Porter, next time you get nailed to go first, you can defer to another witness.

Senator Black: I am very interested generally in whether Canada has the ability to compete in manufacturing. That's the overarching question that I have for you. I observe a falling dollar. I observe that our export numbers, as you have really aligned today, haven't picked up perhaps as quickly as we would have hoped. I would draw your attention to increasing free trade

M. Perrault : Je pense que, au fond, nous utilisons les mêmes types de modèles pour le dollar canadien. Nous pouvons aboutir à un résultat différent : 74, 75 ou 73 cents. Actuellement, nous sommes à 73 cents, mais cela dépend beaucoup de ce qui arrivera au cours des marchandises.

Le sénateur Tannas : Vous avez aussi mentionné que vous surveilliez les positions à découvert. Vous êtes capable de les quantifier. Voyez-vous, à court terme, l'abandon de ces positions, qui signalerait la fin de l'humeur maussade et le début d'une embellie?

M. Perrault : Les données sont hebdomadaires. Les dernières ne disent rien à ce sujet. Manifestement, ce qui est arrivé au dollar, la semaine dernière, porte à croire qu'on a nettement préconisé une position antagoniste. Je soupçonne que lorsque nous prendrons connaissance des prochaines données, nous constaterons l'abandon de certaines positions à découvert.

Comme M. Mendes l'a dit, l'humeur était nettement négative. En même temps, de la manière dont les marchés de change fonctionnent, il faut, en général, un certain degré de surévaluation avant de leur faire faire marche arrière et avant que les investisseurs ne commencent à dire que la descente a assez duré, qu'il est temps de miser sur une hausse. Cela semble se produire maintenant pour le Canada. Cela prend en grande partie la forme d'un mouvement contre le dollar américain. Le dollar américain est fort depuis longtemps. Les gens se demandent si cette force sera aussi durable qu'ils le pensaient, vu les propos de certains gouverneurs de la Réserve fédérale. Une certaine désaffection agit contre le dollar américain, en faveur d'autres devises, y compris la nôtre; mais la nôtre a été plus malmenée. Il est donc normal de s'attendre à ce qu'elle s'apprécie et qu'elle rebondisse un peu plus que les autres.

M. Burleton : Mon intuition me dit que le dollar canadien a été survendu, mais surtout parce que le dollar américain a été suracheté; et il va probablement redescendre.

Nos modèles sont peut-être un peu différents. L'écart n'est cependant pas très grand. Nos deux modèles sont principalement axés sur les taux d'intérêt, car cela s'avère un très bon indicateur. Les écarts sur 10 ans entre le Canada et les États-Unis sont plus larges que jamais; et les écarts sur cinq ans les suivent d'assez près. À moins que la situation ne change drastiquement, les écarts devraient rétrécir légèrement au fil du temps.

Le sénateur Black : J'ai une question à propos des exportations. Si on vous l'a déjà posée, veuillez me le dire.

Le président : Monsieur Porter, la prochaine fois qu'on vous désignera en premier, vous pourrez renvoyer la question à un autre témoin.

Le sénateur Black : J'aimerais vraiment savoir si, en général, le Canada a la capacité d'être concurrentiel dans le secteur manufacturier. C'est la grande question que j'ai pour vous. Je vois que le dollar est en déclin. Je vois que nos exportations, comme vous nous l'avez indiqué aujourd'hui, n'ont pas repris aussi rapidement que nous l'aurions espéré. J'aimerais attirer

agreements, which have taken me to a place where I'm a little bit worried about Canada's ability to compete as an export nation. Maybe it's just on the products that we're currently exporting, but I'm going to leave that to you. Would you be good enough to comment on that, please?

Mr. Burleton: I guess I'm cautiously optimistic. One thing the Canadian dollar falling to these levels has done is eliminate the gap in unit labour costs between Canada and the United States that had really opened up. That, of course, is an average statistic that really depends on the industries as some are more competitive than others.

On the flip side, we're competitive against U.S. firms, while Mexico is still a very big challenge within the North American market. We've seen our Canadian dollar and the Mexican peso fall by almost the same amount. They've been almost right on top of each other over the past year or two. That's a longer-term challenge that we are continuing to adjust to — the idea being that our strength will be in the higher-value end of the curve. It's taking time, but I think it will happen, hence the focus on innovation. We're going to hear a lot about this clearly in the upcoming federal budget and provincial budgets. That's really going to be the trick.

Supply chains are something that Canadian producers will continue to have to work on. We're late to the game in terms of adopting competitive supply chains. I'm optimistic that we will have some success in penetrating other markets.

Mr. Perrault: One of the issues with our export performance, obviously, as you appointment out, is whether our firms are competitive enough to compete on a global scale. A weaker dollar helps to some extent as it reduces our costs in foreign currency terms. As some of us have alluded to, it makes investment a little more challenging and a little more expensive, which matters a tremendous amount to the extent that productivity growth in Canada historically has been weak compared to other G7 economies. There is a fundamental issue with respect to the productivity of our firms, which has affected manufacturing prospects.

That being said, as Mr. Jean indicated, we have seen in Ontario and to some extent in B.C. a bit of a resurgence in manufacturing currently. That started probably before the dollar started to go down most aggressively. There is reason for optimism, but there is a fundamental challenge with productivity in the country, which is partly related to something Mr. Burleton indicated: firms' desires and interests in being innovative. You can come into the productivity side with firms developing services, products or techniques for doing things that differentiate themselves from others; and you kind of need both in order to be able to do well in the global economy.

votre attention sur la multiplication des accords de libre-échange, une tendance qui me fait craindre un peu pour la capacité du Canada de faire concurrence aux autres pays exportateurs. Peut-être que c'est seulement dû aux produits que nous exportons à l'heure actuelle, mais je vais vous laisser le soin de nous le dire. Auriez-vous l'obligeance de nous faire part de vos commentaires à ce sujet?

M. Burleton : Je suis d'un optimisme prudent. La chute du dollar a au moins eu pour effet d'éliminer le fossé qui s'était creusé entre le Canada et les États-Unis en ce qui a trait au coût unitaire de la main-d'œuvre. Il s'agit bien sûr de statistiques moyennes, et cela varie selon l'industrie, car certaines sont plus concurrentielles que d'autres.

En revanche, nous sommes concurrentiels face aux entreprises américaines, mais le Mexique demeure un défi de taille pour le marché nord-américain. Le dollar canadien et le peso mexicain ont connu une baisse presque égale. Depuis un an ou deux, ils sont presque à parité. C'est le défi à long terme auquel nous continuons de nous adapter — l'idée est que notre force résidera dans le haut de la courbe. C'est long, mais je pense que c'est réaliste, d'où l'importance accordée à l'innovation. Les prochains budgets fédéral et provinciaux vont y accorder une grande importance. C'est là que réside la solution.

Les producteurs canadiens vont devoir continuer à travailler sur les chaînes d'approvisionnement. Nous avons du retard à rattraper de ce côté et nous devons adopter des chaînes d'approvisionnement concurrentielles. J'ai bon espoir que nous pourrons pénétrer d'autres marchés.

M. Perrault : Ce qui freine nos exportations, comme vous l'avez si bien fait remarquer, c'est la capacité de nos entreprises d'être concurrentielles sur le marché mondial. La faiblesse du dollar contribue dans une certaine mesure à notre compétitivité, car cela permet de réduire nos coûts en devises étrangères. Certains d'entre nous l'avons déjà mentionné, mais cela complique un peu les investissements et augmente un peu les coûts, ce qui est très important, car la productivité au Canada a toujours connu un faible essor par rapport aux autres économies du G7. Il y a un problème fondamental à régler concernant la productivité de nos entreprises, qui a des répercussions négatives sur les possibilités offertes au secteur manufacturier.

Cela dit, comme M. Jean le mentionnait, en Ontario et, dans une certaine mesure, en Colombie-Britannique, le secteur manufacturier connaît actuellement une recrudescence. Cela a commencé probablement avant que le dollar amorce sa chute vertigineuse. Il y a toujours place à l'optimisme, mais la productivité nationale pose un problème fondamental, qui est en partie associé à ce dont M. Burleton parlait : les entreprises souhaitent faire preuve d'innovation et ont intérêt à le faire. La productivité peut être combinée à l'offre de services, de produits ou de techniques par les entreprises qui veulent se démarquer des autres; et les deux sont nécessaires pour être concurrentiels sur le marché mondial.

Ms. Desjardins: Yes, I agree with my colleagues in terms of how we ensure that this actual rotation to the export side of the equation really occurs. We are seeing investment that is very slow outside of the energy patch, so we need to see that pick up to broaden the prospects that Canadian businesses will be able to meet the demands. If we see a pickup in exports, and domestic demand remains relatively resilient, then capacity will be stretched in many of these industries. Certainly, we need to see willingness. Some uncertainty in the environment, some of which stems from the decline in the Canadian dollar, is holding these companies back.

Better days ahead certainly in terms of sentiment towards our currency and our prospects for growth will underpin a pickup in investment and support all of the anticipated increased demand for our exports.

Mr. Jean: You have two categories of business: those sensitive to the currency of non-energy exports and those not sensitive to the currency. Within the two categories, some are expected to be leaders going forward to carry growth for exports, and there are some where you can't have that expectation.

For example, an export category that is sensitive to the currency and that can be expected to carry growth forward includes aerospace products, aluminum and pharmaceuticals. Research shows that those are the categories of exports. Export performance in Quebec where those export categories are important in the makeup of the total exports has increased by 25 per cent in the first three quarters of 2015 versus 2014. That's enormous. In aluminum, there's a 12 per cent increase. In pharmaceuticals, you have a 36.3 per cent increase.

So to the question of whether we can compete, clearly for those categories I think we can. To the question of whether we can compete, for example, in clothing and paper, those industries that are perhaps sensitive to the currency but subject to the long-term force of globalization, we can't really hold that expectation.

It's going to be a bit of a mix and match, but I think in a number of areas we are able to compete.

Mr. Mendes: I broadly agree with what my colleagues have said. We lost manufacturing capacity when the loonie was very highly valued.

I don't expect that we're going to see some sort of manufacturing revolution with the weak Canadian dollar. I think as we've said, global competitiveness has increased. Where I think Canada needs to focus is higher-value-added products, but even then, the headwinds from weak global demand are still present. I think that, appropriately so, central banks around the world are keeping interest rates low to support demand, but it's not going to come back immediately.

Mme Desjardins : Oui, je suis d'accord avec mes collègues concernant la façon dont on peut s'assurer que le virage vers l'exportation s'effectue réellement. En dehors du secteur de l'énergie, les investissements sont au ralenti, alors c'est ce que nous devons stimuler pour ouvrir des possibilités aux entreprises canadiennes et leur permettre de répondre à la demande. S'il y a une hausse des exportations, et que la demande nationale demeure relativement la même, bon nombre des industries n'auront peut-être pas la capacité voulue. La volonté doit certainement y être. L'incertitude qui règne, et qui découle en partie du déclin du dollar canadien, freine les entreprises.

On peut certainement entrevoir des jours meilleurs en ce qui a trait à notre devise et à nos possibilités d'expansion, et cela se traduira par une hausse des investissements et appuiera la demande accrue à laquelle on s'attend du côté des exportations.

M. Jean : Il y a deux catégories d'entreprises : celles vulnérables aux fluctuations de la devise sur les exportations hors énergie et celles qui ne le sont pas. Dans chacune des catégories, certaines entreprises seront des chefs de file et prendront de l'expansion dans le domaine de l'exportation, et d'autres ne pourront pas en faire autant.

Par exemple, les secteurs de l'aérospatial, de l'aluminium et des produits pharmaceutiques sont des secteurs vulnérables aux fluctuations de la devise et qui devraient maintenir leur croissance. La recherche montre que ce sont là les catégories d'exportation. Le rendement du secteur de l'exportation au Québec, où ces catégories occupent une place prépondérante, a augmenté de 25 p. 100 au cours des trois premiers trimestres de 2015 par rapport à 2014. C'est énorme. Pour l'aluminium, l'augmentation est de 12 p. 100. Pour les produits pharmaceutiques, elle est de 36,3 p. 100.

Alors oui, les entreprises de ces catégories peuvent clairement être concurrentielles. À savoir s'il en ira de même pour les secteurs du vêtement et du papier, qui sont soumis aux variations de la devise, mais aussi à la force à long terme de la mondialisation, non, nous ne pouvons pas avoir les mêmes attentes.

Il faudra voir au cas par cas, mais certains secteurs sont effectivement en mesure d'être concurrentiels.

M. Mendes : En gros, je suis d'accord avec mes collègues. Le secteur manufacturier a perdu de sa compétitivité lorsque le dollar affichait une très forte valeur.

Je ne m'attends pas à voir une révolution du secteur manufacturier avec la faiblesse du dollar. Je le répète, la compétitivité mondiale est en hausse. Je crois que le Canada doit mettre l'accent sur les produits à valeur ajoutée, mais encore là, il faut faire face aux conséquences de la faible demande mondiale. Les banques centrales du monde entier maintiennent les taux d'intérêt à un faible niveau afin de soutenir la demande, mais les choses ne vont pas se rétablir immédiatement.

As I mentioned in my opening remarks, I think services are a place Canada can focus as well. Canada leads the world, leads the OECD countries, in tertiary education, which places us in a very unique situation to take advantage of services exports.

Comme je l'indiquais dans mon introduction, je pense que le Canada peut également se concentrer sur le secteur des services. Le Canada est un chef de file mondial, et en tête parmi les pays de l'OCDE, en ce qui a trait à l'enseignement supérieur, ce qui le place en situation de choix pour tirer profit de l'exportation de services.

Now, when we look at services exports versus goods exports, we see it as a small component, but that's because it's difficult to measure services exports sometimes. If we look at it on a different scale than what StatsCan actually produces on a value-added scale, it's very close to the same level there.

L'exportation des services peut sembler minime par rapport à l'exportation de marchandises, mais c'est parce qu'il est parfois difficile d'en mesurer l'ampleur. Si on examine le tout selon une échelle à valeur ajoutée, différente de celle que produit Statistique Canada, c'est à peu près équivalent.

We think that services exports will take a little more prominence in Canada. I already have anecdotal evidence — I'm not going to name the specific companies, but there is evidence that there are software and media companies that are seeing significant increases in their revenues coming from the United States. You can think of companies that would either move their head office or keep their head office in Canada because they can pay their employees in Canadian dollars but still operate largely in the U.S. or on a global basis.

Nous pensons que l'exportation de services va gagner du terrain au Canada. Je ne nommerai personne, mais j'ai su que des entreprises du secteur des logiciels et des médias enregistrent d'importantes augmentations dans leurs revenus provenant des États-Unis. Des entreprises pourraient déplacer ou maintenir leur siège social au Canada parce que cela leur permet de payer leurs employés en dollars canadiens, tout en faisant des affaires principalement aux États-Unis ou sur le marché mondial.

Mr. Porter: I think we certainly can compete at this current exchange rate, but I think there are four factors to believe that we're not going to get the same kind of lift or torque as we would have in the past from this exchange rate and this kind of growth that we are seeing in the U.S.

M. Porter : Je crois que nous pouvons être concurrentiels avec le taux de change actuel, mais quatre facteurs me font dire que nous n'aurons pas la même impulsion que nous aurions pu avoir dans le passé grâce à ce taux de change et à la croissance à laquelle on assiste actuellement aux États-Unis.

One is the lack of spare industrial capacity that others have spoken to. Just to give you one little fact on that front or an example, last year we had record auto sales in both Canada and the U.S., yet auto production in this country fell by 5.5 per cent last year. That's one factor.

Premièrement, il y a la capacité industrielle disponible dont mes collègues ont parlé. À titre d'exemple, l'an dernier, le secteur automobile a enregistré des ventes record au Canada et aux États-Unis, pourtant, pendant la même période, la production du même secteur a chuté de 5,5 p. 100 au Canada. C'est le premier facteur.

The second factor, something that's different from the 1980s and 1990s, is that we have much more competition from places like Mexico and the auto side in China and almost everywhere else.

Le deuxième facteur, et c'est un contraste par rapport aux années 1980 et 1990, c'est que nous devons affronter une concurrence beaucoup plus féroce de la part du Mexique et, pour le secteur automobile, de la Chine et de presque partout ailleurs.

The third factor is certainly that the Canadian dollar has not been falling by itself. We have fallen in line with almost every other major currency out there.

Le troisième facteur est que le dollar canadien n'a certainement pas été le seul à chuter. Presque toutes les grandes devises ont subi le même sort.

The fourth factor is some of the non-labour costs that have been rising, most notably in Ontario, for things such as electricity, which has somewhat dampened competitiveness.

Et le quatrième facteur est que les coûts non associés à la main-d'œuvre sont en hausse, notamment en Ontario; je parle des coûts de l'électricité, entre autres, qui ont nui à notre compétitivité.

For all those factors, I don't think we can really expect the same kind of lift in exports that we would have in the past.

Pour toutes ces raisons, je ne crois pas que nous pouvons nous attendre à la même recrudescence des exportations que nous aurions pu connaître dans le passé.

Senator Black: Do I take, then, as a conclusion of the panel that you are generally optimistic about Canada's ability to be an export nation and rebalance the equation if we get our innovation and productivity right? Is that fair?

Le sénateur Black : Dois-je donc en conclure que vous êtes généralement optimistes à propos de la capacité du Canada d'être un pays exportateur et de retrouver l'équilibre, s'il arrive à trouver la bonne combinaison entre l'innovation et la productivité? Ai-je bien compris?

Mr. Porter: Yes, but that's a big "if."

M. Porter : Oui, mais c'est un grand « si ».

Senator Black: I know. That's your next panel.

[*Translation*]

Senator Maltais: Since I had to step out for a few minutes, someone else may have asked my question, so please set me straight, if that's the case.

The price of oil causes the loonie to fluctuate significantly. Currently, production is outstripping demand. And we recently learned that Iran will be bringing another one million barrels of oil to the market every day. Could that cause the price of oil to drop yet again, or will prices remain stable? Could it affect the Canadian dollar?

[*English*]

Mr. Mendes: I'll just mention that I think when you look at financial markets, especially the oil market, once we know that Iran is going to come back online, a lot of that gets priced into the market immediately. My expectation would be that that's largely priced in.

[*Translation*]

Mr. Jean: I would say more or less the same thing. When you take, for example, what the International Energy Agency said about oil, in other words, that it would take quite a few more quarters before the current oil surplus began to drop off. The agency put out that prediction last month. We've seen a lot of volatility in the price of oil, but it hasn't been an additional factor.

We knew Iran's decision was coming. Financial markets have long taken into account the idea that the current surplus is going to take much longer to be absorbed than expected, but I don't have the sense that it can still bring down the price of oil. The crucial thing to consider will be the supply adjustment. What may have been the biggest surprise in 2015 was the fact that production, particularly in North America, didn't drop as much as anticipated, in light of what was happening with prices. Prices are now at levels that are jeopardizing not only future projects, but also a certain number that are under way. Production should slow down. Once the markets get that signal, we'll see oil prices rebound somewhat.

[*English*]

Ms. Desjardins: Yes. I agree. I think the supply adjustment will come likely more from the U.S. side of the equation. That's the area where we saw significant growth. And now, as we go forward, many of these U.S. producers are running into significant difficulties. They're running into difficulties because they're not able to cover their costs. So for the current time, that's running with a loss, but it also impedes the amount of capital that investors are willing to give them for future production.

Le sénateur Black : Je sais. Ce sera le prochain sujet de discussion.

[*Français*]

Le sénateur Maltais : Comme j'ai dû m'absenter quelques minutes, peut-être que ma question a été posée, et vous me remettrez à l'ordre si c'est le cas.

Le prix du pétrole fait fluctuer le dollar canadien dans une grande mesure. La production est excédentaire à la demande à l'heure actuelle. Or, nous avons appris récemment que l'Iran mettra sur le marché un million de barils de pétrole supplémentaires chaque jour. Ce facteur peut-il contribuer à une nouvelle baisse du prix du pétrole, ou les prix demeureront-ils stables? Est-ce que cela peut influencer la devise canadienne?

[*Traduction*]

M. Mendes : Je mentionnerais seulement que lorsqu'il est question des marchés financiers, notamment le marché pétrolier, les prix sont ajustés presque immédiatement lorsqu'on apprend que l'Iran est de retour sur le marché. Je m'attendrais à ce que les prix soient fixés en conséquence.

[*Français*]

M. Jean : Je fais un peu le même constat. Lorsque vous prenez, par exemple, le constat qu'a fait l'Agence internationale de l'énergie au sujet du pétrole, il faudra encore plusieurs trimestres avant que l'excédent qui se trouve actuellement sur le marché du pétrole commence à diminuer. Cette prévision a été émise le mois dernier. On vu beaucoup de volatilité dans le prix du pétrole, mais cela n'a pas été un facteur supplémentaire.

La décision de l'Iran était prévue. L'idée que ce surplus prendra beaucoup plus de temps qu'on le prévoyait à se résorber a longtemps été acquise par les marchés financiers, mais je n'ai pas l'impression que cela peut encore faire baisser le prix du pétrole. Ce qui sera crucial à examiner, c'est l'ajustement de la production. Ce qui a peut-être été la grande surprise en 2015, c'est le fait qu'on n'a pas vu la production, particulièrement nord-américaine, diminuer autant qu'on le prévoyait, étant donné la situation des prix. Maintenant, les niveaux de prix font en sorte que, non seulement les projets à venir sont compromis, mais un certain nombre de projets actuels le sont également. La production devrait ralentir. Une fois que ce signal sera envoyé aux marchés, on assistera à un certain regain des prix du pétrole.

[*Traduction*]

Mme Desjardins : Oui, je suis d'accord. Je crois que la correction de l'offre est plus susceptible de provenir des États-Unis. C'est là qu'on a enregistré une forte croissance. Et maintenant, bon nombre de producteurs américains se trouvent dans le pétrin, car ils n'arrivent pas à couvrir leurs coûts. Pour le moment, ils roulent à perte, mais cela influe aussi sur les capitaux que les investisseurs sont prêts à injecter dans leur production future.

So I think when we look at the supply side of it, yes, you're going to have new production from Iran coming to the market, but I think you're going to see a commensurate decline in production from some of these U.S. producers. Therefore, this will gradually lead to the oversupply coming down and a more balanced market as we get through the end of 2016. It takes a while, but I think that's the way it's going to play out.

Mr. Burleton: We talked a bit about financialization of the Canadian dollar. From what I'm reading, something like 85 per cent of oil in the U.S. is unhedged this year, and that's a much lower level. A lot of companies had hedges in place when oil was above $50 and $60, and they've allowed those to drop off. I think many are counting on that to begin to accelerate the U.S. shale decline.

But don't underestimate the U.S. dollar as well. I think most models show a pretty tight fit, at least recently, between the U.S. dollar changes and the U.S. dollar oil prices. I think some of us are banking on the U.S. dollar to lose some ground later this year, and that should be another precondition to set oil higher.

Senator L. Smith: I asked a similar question yesterday, and I'll ask it today. It's a crystal-ball question. I know you don't like making forecasts and recommendations necessarily, but if you had to give three steps that would be critical for the dollar and for our economy to rebound, what would they be? If I could just ask you to help out.

We've talked about productivity, we've talked about manufacturing, but those things have been talked about for the last 25 years. We've talked about better-trained people in terms of we're well trained at the high end, but our trades — Germany built its economy after World War II because they developed a committed trade discipline with education.

I'm just wondering for Canada, what are the three things that would need to happen from an economic perspective? I know we're talking about the dollar, but it's tied to economics. Could you give us some insight? It would be helpful for the people listening today, who would be able to understand in a more direct way as opposed to the high-end way. We are televised, and a lot of people are listening, and this is a very important focus that the Banking Committee has. I think it's important for us to impart messages so that we can come to not only discussion but some form of direction.

Mr. Burleton: Senator, I think some of my earlier comments in the formal part were more relative to the 1990s. I do think the direct policy impact on the falling loonie back then was much more important in terms of the fact that we had very uncompetitive tax rates and our government's fiscal position was in terrible shape. A lot of those issues have been addressed. I

Alors oui, la production de l'Iran va s'ajouter à l'offre, mais on risque de voir une baisse proportionnelle de la production chez certains producteurs américains. Graduellement, l'offre va s'équilibrer d'ici la fin de 2016. Cela prend du temps, mais je pense que c'est ce qui va arriver.

M. Burleton : Nous avons abordé brièvement le sujet de la financiarisation du dollar canadien. D'après ce que j'ai lu, quelque 85 p. 100 du pétrole produit aux États-Unis est à découvert cette année, un niveau beaucoup plus bas. Bien des entreprises avaient des couvertures en place lorsque le pétrole était au-dessus de 50 ou 60 $, et elles ont décidé de les laisser tomber. Je crois que beaucoup comptent là-dessus pour accélérer le déclin du schiste aux États-Unis.

Il ne faut toutefois pas sous-estimer le dollar américain. La plupart des modèles montrent une corrélation assez serrée, du moins récemment, entre les fluctuations du dollar américain et le prix du pétrole aux États-Unis. Certains comptent sur le fait que le dollar américain va perdre du terrain plus tard cette année, et cela devrait être une autre condition préalable à la hausse des prix du pétrole.

Le sénateur L. Smith : J'ai posé une question semblable hier, et je vais la poser encore aujourd'hui. Je vais faire appel à vos talents de voyant. Je sais que vous n'aimez pas nécessairement faire des prédictions ou des recommandations, mais si vous deviez nommer trois étapes cruciales à suivre pour assurer la relance du dollar et de notre économie, quelles seraient-elles? Si vous me permettez de vous demander votre avis.

Nous avons parlé de la productivité et du secteur manufacturier, mais nous en parlons depuis 25 ans. Nous avons aussi parlé d'offrir de meilleures formations afin d'avoir des candidats de haut niveau, mais nos corps de métier... après la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne a bâti son économie sur les corps de métier en y consacrant des programmes d'enseignement.

Je me demande quelles sont les trois choses qui doivent se produire au Canada pour relancer l'économie. Nous avons parlé du dollar, mais tout cela renvoie à des notions économiques. Pourriez-vous nous donner une petite idée? Ce serait utile pour les gens qui nous écoutent aujourd'hui si vous pouviez donner des exemples concrets, plutôt que de parler de théories complexes. Notre réunion est télévisée et beaucoup de gens sont à l'écoute. C'est aussi un sujet très important pour le comité des banques. Il est important pour nous de véhiculer des messages qui non seulement susciteront des discussions, mais qui permettront aussi d'établir une certaine orientation.

M. Burleton : Sénateur, les commentaires que j'ai formulés dans mon introduction plus formelle renvoyaient davantage aux années 1990. Je crois que les répercussions directes de la chute du dollar sur les politiques étaient beaucoup plus marquées à l'époque, en ce sens que nos taux d'imposition étaient loin d'être concurrentiels et la position fiscale du Canada était en très

do think there is more chatter now about the fact that the commodity sector has been a key driver of growth in this economy, but now we're seeing a rotation away, which I think if anything may put more emphasis on the need to take that innovation file and further it.

I do know there is a lot of unfinished business in innovation. It's not maybe so much in the tax rates but in some of the programs we have. And, again, maybe we should have a separate hearing on innovation because it's a very complicated issue. That's something we've got to hone in on more, and we lack data to understand some of the elements there, so it will be key that we continue to dig.

Senator L. Smith: Will that innovation be driven by business, or will it be driven as a combination of business and government?

Mr. Burleton: A combination of business and government, absolutely. And that's part of it, with good, strong relationships there. But I come back to that I think a lot of the issues that will pull the Canadian dollar up aren't a direct government purview. It comes down to differences in interest rates that the U.S. is offering, different points in the cycle. Remember, the U.S. is coming out of a very severe recession and has more upside to growth. We call it the macho effect: the fact that they have more upside potential in growth. We're coming off a period where we've had a very heavily taxed consumer, and we don't just have that upside to growth. We're counting on this rotation, but it's probably for a little while going to leave us at a weak growth rate. Governments pick away and do things to help that, but it's a tough one on oil. There's very little control over the oil price.

Mr. Mendes: I co-authored a paper recently with my colleague Benjamin Tal. We found that about 50 per cent of R&D spending comes from small and medium-sized businesses. But one of the problems that small and medium-sized businesses often have is that they lack access to proper funding. Getting access to funding to these companies can help us increase innovation and productivity in the country.

The second thing I would mention is an education mismatch. We have people in Canada striving for a higher education, but we need them to go into the STEM fields more. That will help our economy as well.

From a higher-level perspective, I would say that the federal government and the Bank of Canada are on the right track. Easier monetary policy is one of the key ingredients to helping our economy rebound. There are people who will take hits at the Bank of Canada for lowering interest rates because of the risks surrounding it, but I would say it's an absolute net benefit when it comes to the labour market, promoting investment, things like

piteux état. Plusieurs de ces problèmes ont été réglés depuis. On parle beaucoup plus du fait que le secteur des produits de base a été un moteur clé de notre croissance économique, mais on tente aujourd'hui de s'en éloigner, ce qui devrait mettre en lumière la nécessité d'accorder encore plus d'importance à l'innovation.

Je sais que bien des choses sont laissées en plan au niveau de l'innovation. Ce n'est pas tellement une question de taux d'imposition, mais plutôt de programmes. Il faudrait peut-être tenir une réunion à part sur l'innovation, car c'est un dossier très complexe. Nous devons y accorder beaucoup plus d'attention, et nous n'avons pas toutes les données voulues pour en comprendre certains aspects, alors ce sera crucial d'aller plus loin à cet égard.

Le sénateur L. Smith : Est-ce que cette innovation devrait être alimentée par les entreprises, ou devrait-il s'agir d'un effort commun des entreprises et du gouvernement?

M. Burleton : Cela devrait absolument être un effort commun. Et pour cela, il faudra entre autres établir des liens solides. Mais je reviens à l'idée que bon nombre des facteurs qui contribueront à la hausse du dollar ne relèvent pas directement du gouvernement. Il faut regarder du côté des écarts dans les taux d'intérêt qu'offrent les États-Unis, les différents points du cycle. Il faut se rappeler que les États-Unis se remettent d'une très grave récession et qu'ils ont une longue pente à gravir. C'est ce qu'on appelle « l'effet macho », c'est-à-dire qu'ils ont un plus grand potentiel de croissance. On sort d'une période où les consommateurs étaient lourdement taxés, et nous n'avons tout simplement pas le même potentiel de croissance. On compte sur cette rotation, mais il faudra probablement encore du temps avant qu'on enregistre une croissance plus marquée. Les gouvernements peuvent y contribuer, mais il est très difficile de faire quoi que ce soit pour le marché du pétrole. On peut très difficilement contrôler les prix du pétrole.

M. Mendes : J'ai rédigé un document récemment en collaboration avec mon collègue Benjamin Tal. Nous avons constaté qu'environ 50 p. 100 des dépenses en R-D provenaient des petites et moyennes entreprises. Un des problèmes auxquels les petites et moyennes entreprises sont souvent confrontées est le manque de financement. Permettre à ces entreprises d'accéder à du financement pourrait aider à accroître l'innovation et la productivité au pays.

Le deuxième aspect que je voudrais mentionner est la non-concordance entre les études et l'emploi. Les Canadiens souhaitent poursuivre des études supérieures, mais il faut inciter plus de gens à faire carrière en sciences, en technologie, en génie ou en mathématiques. Cela contribuera aussi à la croissance de l'économie canadienne.

Dans une perspective de haut niveau, je dirais que le gouvernement fédéral et la Banque du Canada sont sur la bonne voie. L'adoption d'une politique monétaire plus souple est l'un des éléments essentiels à la relance de l'économie canadienne. Certaines personnes de la Banque du Canada essuieront les critiques pour avoir réduit les taux d'intérêt en raison des risques qui en découlent, mais à mon avis, cela représente un avantage net

that. Associated with that, the federal government running a moderate fiscal deficit in a time like this, and using it to fund infrastructure projects, seems appropriate as well.

Mr. Perrault: It's obviously a multi-faceted question. From a shorter-term perspective, I think what you really have is an economy that requires support. We are going through a very significant transition, very significant negative shock that the Bank of Canada has up to this point been accommodative with, so that has helped. Our view is that growth in the first part of the year will be pretty low as investment and activity in the oil patch continue to be affected by what's going on. To the extent there is uncertainty about the outlook, that's clearly feeding weakness in the first part of the year, but it's depressing household spending to some extent, and it's obviously affecting investment. So a key factor in kind of a return to sustainable decent growth is for those kinds of feelings of uncertainty to abate. And you can get that to some extent by policy-makers making people feel better, and the bank does a little bit when it moves interest rates. It's not just about the fact that interest rates are going lower; it's about the fact that there's someone out there trying to help. That has helped to some extent. I think you are likely to see that, assuming the government puts forward some kind of stimulus package, which will only come into effect in the second half of the year or early next year. It depends on what they do.

I think clearly that will be of benefit, but those are shorter-term things. There is a longer-term issue, which is that what we consider to be potential output in Canada as the long-term growth rate of the economy has come down quite a bit. Part of that is as a result of the fact that the oil patch is smaller now and the energy sector is going to be smaller now than it was, so there is a permanent loss in output resulting from that. But part of that is the fact that the population is aging and productivity growth has been relatively low, so there are some big adjustments required in the economy for potential growth to come back to levels closer to where they've been.

It's probably impossible for that to happen. You're talking about things relating to allowing the labour market to adjust, having the proper incentives in the labour market for people to go from one industry to another, retraining programs and those kinds of things. We have, as Mr. Mendes indicated, a fairly high proportion of students coming out of the system in what we call the STEM fields: science, technology, engineering and math. It's actually quite high relative to the G7 standards. What is funny about the Canadian economy though is that Canadian firms tend to use those less than other economies. Schools are pumping out, by and large, people in the right fields, but for whatever reason they're not being used as much in our firms as they are in other countries. I don't know why that is. I'm sure people have done some research on that, but it gets to some extent to an issue we were talking about earlier that related to innovation and the

par rapport au marché du travail, à la promotion des investissements, et cetera. À cela s'ajoute le déficit annoncé par le gouvernement fédéral pour financer les projets d'infrastructure, une mesure qui semble indiquée aussi.

M. Perrault : Il s'agit manifestement d'une question à plusieurs volets. Je pense qu'à court terme, l'économie canadienne doit être soutenue. Nous traversons une importante période de transition, un choc très important, que la Banque du Canada a bien négociés jusqu'à maintenant, ce qui a été utile. Nous estimons que la croissance sera plutôt faible durant la première partie de l'année, car les investissements et les activités du secteur pétrolier continueront de subir les contrecoups de la situation actuelle. L'incertitude au sujet des perspectives économiques est manifestement la cause de cette faible croissance pendant la première partie de l'année, mais elle entraîne aussi, dans une certaine mesure, la compression des dépenses des ménages, ce qui nuit évidemment aux investissements. Donc, un des facteurs clés d'un retour à une croissance décente et durable est l'atténuation de ce sentiment d'incertitude, ce qui est possible lorsque les décideurs aident les gens à se sentir mieux. La banque y contribue quelque peu en modifiant les taux d'intérêt. Toutefois, ce n'est pas seulement une question de baisse des taux d'intérêt; l'important, c'est que quelqu'un cherche à les aider. À certains égards, cela a été utile. Je pense que c'est possible, pourvu que le gouvernement présente un programme de relance économique quelconque, qui ne sera mis en œuvre qu'au cours de la deuxième moitié de l'année, ou au début de l'année prochaine. Tout dépend ce que le gouvernement décidera de faire.

Je suis certain que ce sera avantageux, même s'il ne s'agit que de mesures à court terme. Il y a un enjeu à long terme, soit la production potentielle au Canada pendant cette période où on observe un fléchissement senti du taux de croissance à long terme de l'économie. Cela découle en partie de la contraction du secteur pétrolier et du secteur de l'énergie, qui entraîne une perte de production permanente. Une autre partie est attribuable au vieillissement de la population et à la faiblesse relative de la croissance économique. Des ajustements importants doivent donc être apportés au sein de l'économie si on veut que la croissance potentielle revienne aux niveaux que nous avons déjà connus.

C'est probablement chose impossible. Vous avez parlé de mesures permettant au marché du travail de s'adapter, d'y mettre en œuvre des mesures incitatives adéquates qui aideront les gens à passer d'une industrie à une autre et de programmes de recyclage professionnel, par exemple. Comme M. Mendes l'a indiqué, une grande proportion des étudiants issus des systèmes d'éducation canadiens ont étudié dans ce que nous appelons les domaines des STGM, soit les sciences, la technologie, le génie et les mathématiques. En fait, les taux sont plutôt élevés par rapport à la moyenne du G7. Toutefois, ce qui est étrange dans l'économie canadienne, c'est que les entreprises embauchent moins d'étudiants issus de ces programmes que celles des autres économies. En général, les écoles ont des diplômés dans les bons domaines, mais pour une raison quelconque, les entreprises canadiennes ne font pas appel à leurs services dans une aussi

desire and need for firms to be more innovative in their approach. And in there it's easy to say the government has a responsibility and there are things the government is doing that are kind of holding firms back. A fair amount of the dynamic here is firms being more cautious.

Pardon me for going on at length here, but there is almost a cultural dimension to this, which is that we're Canadians, we're kind of nicer and we're a little more risk-averse; we're not like the killer Americans. And you see that in the data. Productivity growth is a little lower, but firms don't see as important a need to innovate in Canada as they would in our main competitor economies. How do you change that? It's a kind of mindset. You can throw as much money as you want at it from a federal government and provincial government perspective, but at the end of the day, if a firm is just not interested in innovating — but some are and a lot do — where do you go with that?

The Chair: Is it a cultural thing? Is it the schools? The schools are producing business people and the innovators and the engineers and the scientists, but they are less cautious. Is it partly the result of the schools, risk-free schools sort of?

Mr. Perrault: Surveys have been done — I don't have the precise data with me — that look at what we call the management acumen of firms in Canada. And there are, generally speaking, fewer business folks running businesses in Canada than in other countries and certainly relative to the U.S. We have fewer MBAs that run businesses or are in management structures, and that goes to some extent to the cultural aspect, which is that when you get an MBA you're basically learning how to maximize profits in a firm.

I think there is a bit of a culture shift, and it's not necessarily that the schools aren't producing these people, it's just that firms for whatever reason have a different preference for the kind of people they want to hire, by and large, relative to the Americans.

The Chair: Did you want to add something, Mr. Porter?

Mr. Porter: I was going to make a general overall comment to Senator Smith's question. Keep in mind that as recently as a couple of years ago we were widely seen as the toast of the town, one of the most successful economies in the world, and I don't think the world has completely changed. What has changed obviously is that we're dealing with a commodity price shock, and there will be an adjustment. I think monetary and fiscal policy will play a role in that adjustment, but I don't think low commodity

grande proportion que les sociétés à l'étranger. Je ne sais pas pourquoi. Je suis sûr que certains se sont penchés sur la question, mais on en revient essentiellement à l'enjeu dont nous discutions précédemment concernant l'innovation, la nécessité pour les entreprises d'adopter des approches plus novatrices et leur désir de le faire. À cet égard, il est facile de dire que le gouvernement a une part de responsabilité et qu'il fait certaines choses qui nuisent aux entreprises. Dans le cas présent, une bonne partie de la dynamique en cause, c'est que les entreprises sont plus prudentes.

Pardonnez-moi ce long commentaire, mais il y a presque une dimension culturelle à cet enjeu : nous sommes des Canadiens, donc plus gentils et moins enclins au risque, en quelque sorte, contrairement aux Américains sans merci. Cela se voit dans les données. La croissance de la productivité est légèrement plus faible, mais les entreprises ne considèrent pas qu'il soit aussi important d'innover au Canada que dans nos principales économies concurrentes. Comment peut-on changer cela? C'est une attitude ancrée, pour ainsi dire. Le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux peuvent offrir toutes sortes de subventions, mais en fin de compte, si une entreprise n'a aucun intérêt pour l'innovation — même si certaines en ont et que beaucoup le font —, que peut-on faire?

Le président : Est-ce une question de culture? Les établissements d'enseignement sont-ils en cause? On trouve parmi les diplômés des gens d'affaires, des innovateurs, des ingénieurs et des scientifiques, mais ils sont moins prudents. Est-ce en partie attribuable aux écoles qui, en quelque sorte, ne sont pas axées sur le risque?

M. Perrault : Je n'ai pas les données précises, mais des études ont été réalisées sur ce que nous appelons les aptitudes en gestion au sein des entreprises canadiennes. En général, au Canada — comparativement à d'autres pays, et plus particulièrement les États-Unis —, moins d'entreprises sont dirigées par des gens d'affaires. Au Canada, on retrouve, à la tête des entreprises ou au sein des structures de gestion, moins de diplômés de programmes de maîtrise en administration des affaires, ce qui est en partie lié à l'aspect culturel, parce que les étudiants en administration des affaires apprennent comment maximiser les profits.

Je pense qu'il y a un changement de culture, et ce n'est pas nécessairement parce que les écoles ne produisent pas de diplômés dans ces secteurs. C'est simplement que les entreprises canadiennes et les entreprises américaines n'ont pas les mêmes préférences quant au personnel qu'elles embauchent.

Le président : Vouliez-vous ajouter quelque chose, monsieur Porter?

M. Porter : Je voulais faire un commentaire d'ordre général en réponse à la question du sénateur Smith. Il ne faut pas oublier qu'il y a deux ans à peine, l'économie canadienne était largement reconnue comme l'une des meilleures, l'une des plus prospères du monde, et je ne pense pas que le monde soit si différent aujourd'hui. Évidemment, ce qui a changé, c'est que nous sommes confrontés à l'effondrement des cours des matières premières, et il y aura un redressement. Je pense que les politiques

prices always equal an unsuccessful Canadian economy. Some of the best years of growth that we have had in recent decades were in the late 1990s, admittedly during the height of the tech boom. That was also a period of very low commodity prices. Low commodity prices do not cast us into a period of low growth forever.

monétaires et fiscales joueront un rôle à cet égard, mais je ne crois pas que les cours faibles des matières premières se traduiront toujours par une économie canadienne en déclin. Ces dernières décennies, certaines des meilleures années qu'a connues l'économie canadienne au chapitre de la croissance ont été observées à la fin des années 1990. Certes, c'était à l'apogée du boom technologique, mais le cours des matières premières était également faible pendant cette période. Donc, la faiblesse des prix des matières premières ne nous condamne pas à une faible croissance pour toujours.

Senator Massicotte: We often interpret broad stock indexes, maybe the S&P 500, as a reflection of how well the economy is doing. We think it's a prediction of future economic growth or the contrary; yet when you look at the news, and oil prices go down, if you notice the trend in the last couple of years, the stock market goes down, particularly the S&P. The Canadian market you can understand because we are perceived to be oil- or commodity-oriented.

Le sénateur Massicotte : Nous interprétons souvent les indices boursiers — le S&P 500, peut-être —, comme le reflet de la vigueur de l'économie. On pense qu'il s'agit d'une prévision de la croissance ou de la chute de l'économie. Or, quand on regarde les nouvelles et que le cours du pétrole est en baisse, si on observe la tendance des deux ou trois dernières années, on voit que le marché boursier baisse également, en particulier le S&P 500. Pour le marché canadien, cela se comprend, parce que notre économie est perçue comme étant axée sur le pétrole ou les matières premières.

If you look at the S&P 500 or the emerging world markets, if oil goes up that seems to be good news and therefore the S&P goes up. As we all know, in some countries it's the opposite effect. Does the S&P go up because oil and gas companies form a significant factor in the calculation of that index? Or is it really good? In other words, oil price goes up, S&P goes up, it must be good for the world; the economy is doing great. Is that accurate?

Si vous regardez le S&P 500 ou les marchés mondiaux en émergence, l'augmentation du cours du pétrole est une bonne nouvelle; par conséquent, le S&P 500 augmente. Dans certains pays, comme nous le savons, c'est l'effet contraire. L'indice S&P 500 augmente-t-il parce que les sociétés pétrolières et gazières occupent une place importante dans le calcul de cet indice? Ou est-ce vraiment une bonne chose? Autrement dit, si le cours du pétrole augmente, le S&P 500 augmente aussi, et c'est une bonne chose pour le monde entier. L'économie se porte bien. Est-ce exact?

Mr. Porter: This is something that has been bedevilling a lot of people this year. On days when oil prices slump, you see the Japanese and European markets dropping, and of course they are big oil importers; they should benefit from lower oil prices. The best explanation I've seen for this tight correlation between oil prices and global equity markets so far this year is some concern that some of the large sovereign wealth funds in the oil producers are now becoming forced sellers of financial assets as oil prices drop.

M. Porter : C'est quelque chose qui mystifie beaucoup de gens cette année. Les jours où les cours du pétrole sont en baisse, on observe une baisse des marchés boursiers japonais et européens. Évidemment, comme le Japon et l'Europe sont d'importants importateurs de pétrole, la faiblesse des cours du pétrole devrait être à leur avantage. La meilleure explication que j'ai vue par rapport à ce lien étroit entre les cours du pétrole et les marchés boursiers mondiaux qu'on observe jusqu'à maintenant cette année, c'est que certains fonds d'investissement souverains qui ont une participation dans les sociétés pétrolières sont maintenant forcés de se départir de leurs actifs en raison de la chute des cours du pétrole.

In other words, the Saudi Arabias and the UAEs of the world are reducing their equity market holdings, or that's the perception, at least in the financial markets. Whether that's happening or not is debatable. The view is that as oil prices drop below $30, some of these the sovereign wealth funds are going to have to sell equities because it doesn't make any economic sense.

Autrement dit, des pays comme l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis réduisent leurs avoirs dans le marché des actions, ou du moins, c'est ainsi qu'on le perçoit sur les marchés financiers. Que ce soit le cas ou non est matière à débat. La perception, c'est que lorsque le cours du pétrole descendra sous la barre des 30 $, certains de ces fonds d'investissement souverains devront vendre des actions parce que cela n'a aucun sens sur le plan économique.

Mr. Mendes: I have heard the same thing as Mr. Porter. But I question why Japanese equities are sometimes underperforming other markets when they are a huge oil importer.

M. Mendes : J'ai la même interprétation que M. Porter. Cependant, je me demande pourquoi les actions du marché japonais ont parfois un rendement inférieur par rapport à d'autres marchés, tandis que le Japon est un important importateur de pétrole.

I would propose a slightly different explanation. The global economy is suffering from weak demand, and inflation in many countries is very close to zero and near deflationary territory. There are two things at play there: Weaker oil prices are going to depress headline inflation and push back against a lot of the European Central Bank's work and the Bank of Japan's work, which is working to increase inflation and expectations; it's working against that.

I would also mention something I'm sure you already know is risk sentiment. Markets move broadly with risk sentiment, and on days when risk sentiment is higher, oil and stock markets will be moving in that direction together.

[*Translation*]

Senator Bellemare: I have a comment I'd like to make before I get to my question. My comment has to do with your answers in relation to the adjustment process and productivity innovation. You talked about human resources, and perhaps we should pay more attention to those human resources in order to change the culture in our companies. That's what I took away from your remarks.

My question is fairly straightforward. International trade is hugely important to Canada; it's a practice we will always be engaged in. Interprovincial trade, however, also presents many opportunities. In the short and medium terms, do you think we can do more to stimulate interprovincial trade so as to restructure our economy and strengthen our companies, since we wouldn't have to worry about the whole currency issue?

Mr. Jean: That's an excellent question, and it is one of the problems. As for the inflexibility that hampers interprovincial trade, as we see in the labour market, Canada is one of the worst-performing countries when it comes to labour mobility, despite the east-west flow of workers resulting from the boom in the energy sector. Internationally, we score very poorly in that regard. Because of that inflexibility, our growth isn't as strong as it should be. Interprovincial trade is another element that has long been defined as a problem, given the tremendous growth potential it holds.

In the public sector, we are starting to see some partnerships, such as between Quebec and Ontario in the area of hydroelectricity, and that's a step in the right direction. But there's still much to do, especially for companies. Earlier we talked about Canada's production potential, our growth potential. These are the types of initiatives that will help us counter other factors that negatively impact our growth potential. Yes, more and more, I think the dynamics of interprovincial trade will be front and centre in the debate.

Je proposerais une explication légèrement différente. L'économie mondiale est affligée par une demande anémique et en même temps, le taux d'inflation de nombreux pays est près de zéro; c'est presque un contexte déflationniste. Deux facteurs sont en jeu : la chute des cours du pétrole entraînera une baisse de l'inflation globale, ce qui aura pour effet de contrer les efforts de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon, qui visent à augmenter l'inflation et les attentes. Il y a donc deux forces opposées.

Je voudrais aussi parler d'un aspect que vous connaissez sans doute, soit l'impression de risque. En général, les marchés évoluent en fonction du risque perçu. Donc, les jours où le sentiment de risque est plus élevé, les cours du pétrole et les indices boursiers suivront la même tendance.

[*Français*]

La sénatrice Bellemare : J'aimerais faire un commentaire avant de poser ma question. Mon commentaire est lié à vos réponses quant au processus d'ajustement et de l'innovation à la productivité. Vous avez parlé de ressources humaines, et nous devons peut-être nous occuper davantage de nos ressources humaines pour changer la culture de nos entreprises. C'est ce que j'ai conclu de vos propos.

Ma question est assez simple. Le commerce international est très important pour le Canada; on n'en sortira jamais. Cependant, le commerce interprovincial est aussi une réalité intéressante. Pensez-vous que, à court et à moyen terme, nous puissions stimuler davantage le commerce interprovincial pour aider à redéfinir notre structure économique et solidifier nos entreprises, parce que nous n'avons pas à traiter avec la question des devises?

M. Jean : C'est une excellente question, et c'est l'un des problèmes. Le Canada — lorsqu'on parle d'une dimension de ces rigidités à l'échelle interprovinciale, comme on le voit sur le marché du travail — est l'un des pires pays en terme de mobilité de la main-d'œuvre, malgré les flux de main-d'œuvre entre l'est et l'ouest, en raison du boum énergétique. On fait piètre figure à l'échelle internationale. Cette source de rigidité fait en sorte que notre croissance n'est pas aussi forte qu'elle devrait l'être. Le commerce interprovincial est une autre facette qui a été définie comme un problème depuis longtemps, étant donné qu'elle recèle de nombreux gains.

Il commence à y avoir certains partenariats au niveau public, comme l'hydroélectricité entre le Québec et l'Ontario, et c'est un pas dans la bonne direction. Toutefois, il reste encore beaucoup à faire, notamment pour les entreprises. Nous avons parlé plus tôt de notre potentiel de production au Canada, de notre croissance potentielle. Ce sont des initiatives comme celles-là qui nous aideront à contrer les autres effets négatifs sur notre croissance potentielle. Oui, je crois que les dynamiques interprovinciales se retrouveront de plus en plus au cœur du débat.

[*English*]

Senator Massicotte: I want to thank you very much for your contribution to a very important debate for Canadians. I found it very interesting, in spite of the fact that you only see a 30 per cent probability of your being right.

The Chair: I want to thank the witnesses. It has been a great session. I want to thank your employers for letting you come here and participate. The testimony is going to be very helpful to Canadians and to public policy-makers. We didn't expect you to be fortune tellers or soothsayers, but you did a great job as economists and business people.

(The committee adjourned.)

[*Traduction*]

Le sénateur Massicotte : Je tiens à vous remercier d'avoir contribué à ce débat d'une grande importance pour les Canadiens. J'ai trouvé cela très intéressant, même si vous estimez que les probabilités que vous ayez raison ne sont que de 30 p. 100.

Le président : Je tiens à remercier les témoins. C'était une extraordinaire séance. J'aimerais aussi remercier vos employeurs de vous avoir permis de comparaître et de participer. Ces témoignages seront fort utiles aux Canadiens et aux décideurs publics. Nous ne nous attendions pas à accueillir des devins, mais en votre qualité d'économistes et de gens d'affaires, vous avez fait un excellent travail.

(La séance est levée.)

WITNESSES

Wednesday, February 3, 2016

Finance Canada:

Phil King, Director, Economic Analysis and Forecasting, Economic and Fiscal Policy Branch.

Bank of Canada:

Stephen Murchison, Advisor to the Governor.

Export Development Canada:

Peter Hall, Vice-President and Chief Economist.

Thursday, February 4, 2016

BMO Financial Group:

Doug Porter, Chief Economist.

Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC):

Royce Mendes, Director and Senior Economist.

Desjardins Group:

Jimmy Jean, Senior Economist.

Royal Bank of Canada:

Dawn Desjardins, Vice President and Deputy Chief Economist.

Scotiabank:

Jean-François Perrault, Senior Vice President & Chief Economist.

TD Bank Financial Group:

Derek Burleton, Vice President and Deputy Chief Economist.

TÉMOINS

Le mercredi 3 février 2016

Finances Canada :

Phil King, directeur, Analyse et prévisions économiques, Direction des politiques économique et budgétaire.

Banque du Canada :

Stephen Murchison, conseiller du gouverneur.

Exportation et développement Canada :

Peter Hall, vice-président et économiste en chef.

Le jeudi 4 février 2016

BMO Groupe financier :

Doug Porter, économiste en chef.

Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC) :

Royce Mendes, directeur et économiste principal.

Mouvement Desjardins :

Jimmy Jean, économiste principal.

Banque Royale du Canada :

Dawn Desjardins, vice-présidente et économiste en chef déléguée.

Banque Scotia :

Jean-François Perrault, premier vice président et économiste en chef.

Groupe financier Banque TD :

Derek Burleton, vice-président et économiste en chef adjoint.