



First Session
Thirty-ninth Parliament, 2006

SENATE OF CANADA

*Proceedings of the Standing
Senate Committee on*

Banking, Trade and Commerce

Chair:

The Honourable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Wednesday, October 25, 2006

Issue No. 9

Fifth meeting on:

The present state of the domestic
and international financial system

WITNESSES:
(See back cover)

Première session de la
trente-neuvième législature, 2006

SÉNAT DU CANADA

*Délibérations du Comité
sénatorial permanent des*

Banques et du commerce

Président :

L'honorable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Le mercredi 25 octobre 2006

Fascicule n° 9

Cinquième réunion concernant :

La situation actuelle du régime
financier canadien et international

TÉMOINS :
(Voir à l'endos)

THE STANDING SENATE COMMITTEE ON
BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable Jerahmiel S. Grafstein, *Chair*

The Honourable W. David Angus, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Biron	Hervieux-Payette, P.C.
Eyton	* LeBreton, P.C.
Fitzpatrick	(or Comeau)
Goldstein	Massicotte
Harb	Moore
* Hays	Nolin
(or Fraser)	Tkachuk

*Ex officio members

(Quorum 4)

Change in membership of the committee:

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

The name of the Honourable Senator Nolin substituted for that of the Honourable Senator Meighen (*October 25, 2006*).

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES
BANQUES ET DU COMMERCE

Président : L'honorable Jerahmiel S. Grafstein

Vice-président : L'honorable W. David Angus

et

Les honorables sénateurs :

Biron	Hervieux-Payette, C.P.
Eyton	* LeBreton, C.P.
Fitzpatrick	(ou Comeau)
Goldstein	Massicotte
Harb	Moore
* Hays	Nolin
(ou Fraser)	Tkachuk

*Membres d'office

(Quorum 4)

Modification de la composition du comité :

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

Le nom de l'honorable sénateur Nolin est substitué à celui de l'honorable sénateur Meighen (le 25 octobre 2006).

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Wednesday, October 25, 2006
(19)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:05 p.m., this day, in room 160-S, Centre Block, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, Q.C., presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Harb, Hervieux-Payette, P.C., Massicotte, Moore and Tkachuk (10).

In attendance: Sheena Starky and Philippe Bergevin, Research Officers, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

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

WITNESSES:

Bank of Canada:

David Dodge, Governor;

Paul Jenkins, Senior Deputy Governor.

At 4:05 p.m., Mr. David Dodge made a statement and together with the other witness answered questions.

At 6:00 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

PROCÈS-VERBAL

OTTAWA, le mercredi 25 octobre 2006
(19)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 5, dans la salle 160-S de l'édifice du Centre, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein, c.r. (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Harb, Hervieux-Payette, C.P., Massicotte, Moore et Tkachuk (10).

Également présents : Sheena Starky et Philippe Bergevin, attachés de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Aussi présents : Les sténographes officiels du Sénat.

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

TÉMOINS :

Banque du Canada

David Dodge, gouverneur;

Paul Jenkins, premier sous-gouverneur.

À 16 h 5, M. Dodge fait une déclaration puis, aidé de M. Jenkins, répond aux questions.

À 18 heures, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

La greffière du comité,

Line Gravel

Clerk of the Committee

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, October 25, 2006

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

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

[*English*]

The Chairman: Welcome, ladies and gentlemen. We are delighted to recommence our hearings of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. We are delighted as well to have as our distinguished guests, David A. Dodge, Governor of the Bank of Canada, and Paul Jenkins, Senior Deputy Governor. Welcome to both of you.

The Senate Banking Committee, governor, as you and honourable senators know, is the oldest and longest-running committee of Parliament. It was established shortly after Confederation in 1867 to examine and have oversight, from the Senate's perspective, of the economy as a whole. Banking, trade and commerce are our terms, but our general frame of reference is to look at the economy as a whole.

We are delighted once again, governor, to invite you here to examine and report on the present state of the domestic and international financial system. We have had very interesting discussions with you in the past and we wait with great anticipation to listen to your evidence today. We want the public to understand as best they can what is happening in our economy. Governor, the floor is yours.

David A. Dodge, Governor of the Bank of Canada, Bank of Canada: I want to start by saying we appreciate the opportunity to meet with this committee twice a year following the release of our *Monetary Policy Report*. These meetings, I hope, keep you, and through you all Canadians, informed about the bank's views on the economy, our objectives in terms of monetary policy and the steps we are taking to achieve those objectives.

[*Translation*]

When Paul and I appeared before this Committee last May, shortly after the release of our spring *Monetary Policy Report*, we noted that the global economy had shown a little more momentum than had been anticipated: oil prices at that time were higher than previously assumed and metal prices had risen significantly. At that point, we were anticipating economic growth of about 3.1 per cent this year, 3.0 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 25 octobre 2006

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

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

[*Traduction*]

Le président : Mesdames et messieurs, soyez les bienvenus parmi nous. Nous sommes ravis de reprendre nos audiences du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce. Nous nous réjouissons également d'accueillir aujourd'hui des hôtes éminents, M. David A. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, et M. Paul Jenkins, premier sous-gouverneur. Soyez tous les deux les bienvenus parmi nous.

Mesdames et messieurs les sénateurs, monsieur le gouverneur, ainsi que vous le savez sans doute, le Comité sénatorial des banques et du commerce est le plus ancien comité permanent du Parlement canadien. Il a été mis sur pied peu de temps après la Confédération en 1867 afin d'examiner et de surveiller l'ensemble de la situation économique. Notre mandat précis porte donc sur les activités bancaires et commerciales, mais de manière plus générale, il nous confie la responsabilité d'étudier l'économie dans son ensemble.

Monsieur le gouverneur, nous avons encore une fois le plaisir de vous accueillir parmi nous et d'entendre les réflexions que vous a inspirées votre examen du système financier national et international. Nous avons déjà participé à de fort intéressantes discussions avec vous par le passé et nous avons bien hâte d'écouter vos propos aujourd'hui. Nous tenons aussi à ce que le public comprenne du mieux qu'il peut ce qui se passe dans notre économie. Monsieur le gouverneur, la parole est à vous.

David A. Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, Banque du Canada : Je tiens d'abord à dire que nous vous sommes reconnaissants de la possibilité que nous avons, deux fois l'an, de vous rencontrer à la suite de la parution du *Rapport sur la politique monétaire*. Ces séances nous aident, tout au moins je l'espère, à bien renseigner les sénateurs, et par votre entremise tous les Canadiens, au sujet de notre point de vue sur l'économie, de l'objectif de la politique monétaire et des mesures que nous prenons pour l'atteindre.

[*Français*]

Lorsque Paul et moi nous sommes présentés devant vous en mai dernier, peu après la publication de la livraison du printemps de notre *Rapport sur la politique monétaire*, nous vous avons indiqué que l'économie mondiale affichait un dynamisme légèrement plus grand que prévu. Les prix du pétrole étaient plus élevés que ce qui avait été anticipé et les métaux étaient considérablement enrichis. À l'époque, la Banque du Canada prévoyait que la croissance serait d'environ 3,1 p. 100 en 2006, de 3 p. 100 en 2007 et de 2,9 p. 100 en 2008.

[English]

Things have changed since then, six months ago. While global growth is expected to be higher than we were anticipating last spring, a weaker near-term outlook for the U.S. economy has curbed near-term prospects for Canadian exports and growth. The bank's outlook for growth in the Canadian economy has been revised down slightly from our reports in April and July. The base-case projection of the bank now calls for an average annual GDP growth of 2.8 per cent this year, 2.5 per cent next year and a return to 2.8 per cent in 2008.

I know productivity has been a concern of this committee, and weakness in labour productivity growth has led the bank to lower its assumption for potential growth for the 2006-08 period from 3 per cent to 2.8 per cent. Together, these factors imply that the small amount of excess demand now in the economy will be eliminated by mid-2007.

[Translation]

Core inflation is expected to remain a bit above 2 per cent in the coming months, but return to the 2 per cent target by the middle of 2007 and remain there through to the end of 2008.

Lower energy prices have led to a downward revision of the near-term projection for total CPI inflation. Total inflation, which includes the temporary impact of the GST reduction, will likely average 1.5 per cent through the second quarter of 2007 before returning to the 2 per cent target and remaining there through to the end of 2008.

[English]

Senators, as we noted at the time of our interest rate announcement on September 6, the risks around this base-case projection are judged to be a little greater than at the time of the July update, and certainly greater than they were last spring. The main upside risk relates to the momentum in household spending and housing prices, while the main downside risk is that the U.S. economy could slow more sharply than expected, and that would lead to lower growth in Canadian exports. What is very important is that at this time we judge these risks to our inflation projection to be roughly balanced.

In conclusion, last week we left our key policy rate unchanged at 4.25 per cent. This current level is judged at this time to be consistent with achieving our inflation target over the medium term. We at the bank will continue to pay close attention to the evolution of risks as well as to the economic and financial developments in the Canadian and global economies.

Mr. Chairman, Mr. Jenkins and I look forward to our discussion today.

[Traduction]

La situation a quelque peu changé ces derniers six mois. Bien qu'on s'attende à ce que l'expansion à l'échelle mondiale soit un peu plus forte qu'on ne l'avait d'abord pensé, la détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis est venue assombrir celles des exportations et de la croissance au Canada. La Banque a revu légèrement à la baisse son scénario de référence concernant l'économie canadienne par rapport à celui exposé dans la livraison d'avril du rapport ainsi que dans la mise à jour de celui-ci, parue en juillet, et estime maintenant que le PIB progressera en moyenne de 2,8 p. 100 en 2006, de 2,5 p. 100 en 2007 et à nouveau de 2,8 p. 100 en 2008.

Je n'ignore pas que la productivité préoccupe votre comité, et la faible croissance de la productivité du travail a amené la Banque à réduire à 2,8 p. 100 le taux d'accroissement de la production potentielle postulé pour la période 2006-2008. Ensemble, ces facteurs impliquent que la faible demande excédentaire observée en ce moment se résorbera d'ici le milieu de 2007.

[Français]

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer légèrement au-dessus de 2 p. 100 au cours des prochains mois, mais être redescendue à ce niveau au milieu de 2007 et y demeurer jusqu'à la fin de 2008.

Par ailleurs, le recul des cours de l'énergie a entraîné une révision à la baisse du taux d'augmentation de l'IPC global attendu à court terme. Ainsi, l'inflation mesurée par l'IPC global, y compris l'incidence temporaire de la réduction de la TPS, avoisinera probablement 1,5 p. 100 en moyenne jusqu'au deuxième trimestre de 2007, avant de remonter à la cible de 2 p. 100, où elle devrait rester jusqu'à la fin de 2008.

[Traduction]

Mesdames et messieurs les sénateurs, ainsi que nous l'avons indiqué le 6 septembre dernier, dans notre communiqué relatif à l'établissement du taux directeur, nous sommes d'avis que les risques pesant sur le scénario de référence se sont légèrement accentués depuis juillet. Le principal risque à la hausse est lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements, tandis que le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que l'économie américaine ralentisse plus fortement que prévu, ce qui provoquerait une diminution des exportations canadiennes. Ce qu'il y a à retenir ici à nos yeux, c'est que nous considérons que les risques entourant notre projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés.

En conclusion, je précise que la semaine dernière, nous avons décidé de maintenir notre taux directeur à 4,25 p. 100. Nous jugeons à l'heure actuelle que celui-ci se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme. Nous continuerons de suivre de près l'évolution des risques ainsi que la situation économique et financière au pays et à l'étranger.

Monsieur le président, M. Jenkins et moi-même participerons avec plaisir aux discussions d'aujourd'hui.

The Chairman: Thank you very much for that presentation and for appearing before the committee.

Senator Angus: Welcome, governor and deputy governor. I always look forward to your visit here, and I know all my colleagues feel the same way. We are somewhat humbled by the fact that you are getting into the habit of going to the other place before you come here. We might have a little discussion off-line about that.

We received a press release yesterday saying that there was going to be a lock-up this morning at nine o'clock and that you would be giving a big speech in Niagara-on-the-Lake, Ontario. We wondered what it could be and why you were going to do something in Niagara-on-the-Lake and scoop the Senate Banking Committee. Since you were coming here today, we wondered why you did not do what you had planned. We tuned in this morning and took careful note of what you said. Now we understand that it was a particular economic conference that was focusing on economic growth and matters related in Ontario.

Governor Dodge, in your last three appearances here you have expressed that your greatest concern from a macroeconomic point of view has been with global imbalances. I scrutinized your report given in Ontario this morning and, sure enough, you said:

Let me make one more point about the global economy before turning to the domestic outlook. For some time now, policy-makers have been worried about global imbalances; that is, the very large current account deficit in the United States, which is mirrored by current account surpluses in Asia and major oil-exporting countries.

Those are the OPEC countries.

I asked my research staff to help me understand what global imbalances mean in layperson's terms. All Canadians are interested in what you have to say. I gather you are still concerned about global imbalances. Could you tell us to what degree you are concerned and at the same time try to simplify, for the layperson, what global imbalances are? As well, when they begin to unravel, to use your language, if they do so suddenly and abruptly, what are the potential consequences?

Mr. Dodge: You described it very well, senator. The imbalances are the very large current account surpluses that are being run by China; to a lesser extent, but very important, Japan; and a couple of other Asian countries like Taiwan. They are taking in much more from their exports than they are paying for

Le président : Je vous remercie beaucoup de votre exposé et de votre présence devant notre comité.

Le sénateur Angus : Monsieur le gouverneur et monsieur le sous-gouverneur, soyez les bienvenus parmi nous. Je me réjouis toujours à la perspective de vous accueillir ici, et je sais fort bien que tous mes collègues partagent ce sentiment. Toutefois, notre orgueil en prend un coup lorsque nous remarquons que vous semblez avoir pris l'habitude d'aller à l'autre endroit avant de venir ici. Nous pourrions peut-être en discuter ailleurs qu'ici.

Hier, nous avons reçu un communiqué de presse précisant qu'il y aurait une séance d'information à huis clos ce matin à 9 heures et que vous feriez un important discours à Niagara-sur-le-lac en Ontario. Nous nous sommes demandés sur quoi cela porterait et pourquoi vous vous rendriez d'abord à Niagara-on-the-Lake et viendriez seulement ensuite devant le Comité sénatorial des banques et du commerce. Puisque vous deviez témoigner ici aujourd'hui, nous nous sommes demandés pourquoi vous avez modifié vos plans. Nous avons écouté les nouvelles ce matin et pris bonne note de vos propos. Nous comprenons maintenant que vous avez assisté à une conférence économique qui portait précisément sur l'expansion économique et d'autres questions liées à l'Ontario.

Monsieur le gouverneur Dodge, lors de vos trois dernières participations à nos audiences, vous nous avez laissé savoir que votre plus grande préoccupation sur le plan macroéconomique, ce sont les déséquilibres mondiaux. J'ai scruté l'exposé que vous avez présenté en Ontario ce matin, et je n'ai pas été étonné d'y trouver ce qui suit :

J'aimerais faire une dernière remarque au sujet de la conjoncture internationale avant de passer au contexte canadien. Depuis un certain temps déjà, les décideurs publics s'inquiètent des déséquilibres mondiaux, c'est-à-dire du déficit considérable de la balance courante des États-Unis et des excédents qu'affichent en contrepartie des pays d'Asie et les principaux pays exportateurs de pétrole.

Il s'agit des pays de l'OPEP.

J'ai demandé à mes attachés de recherche de m'aider à comprendre ce qu'on entend par des déséquilibres mondiaux, et qu'on m'explique cela en termes simples. Tous les Canadiens s'intéressent à vos propos. Je suppose que vous demeurez préoccupé par ces déséquilibres. Pouvez-vous nous dire dans quelle mesure vous l'êtes et en même temps, pouvez-vous simplifier ces réalités, à l'intention des non-spécialistes, c'est-à-dire nous expliquer ce que sont ces déséquilibres mondiaux? Aussi, lorsque ces phénomènes vont commencer à causer des bouleversements, si cela se passe de manière subite et abrupte, quelles peuvent en être les conséquences?

M. Dodge : Vous avez très bien décrit la situation, sénateur. Les déséquilibres résultent des excédents considérables du compte courant de la Chine, dans une moindre mesure aussi des excédents courants du Japon et de quelques autres pays asiatiques comme Taiwan. Ces pays tirent davantage d'argent de leurs exportations

their imports, while at the same time, particularly in China, there have been large capital inflows as well.

In the OPEC countries the situation is exactly the same. The price of oil has gone way up and their trade balances have improved, and that has been matched by deterioration in the U.S. Essentially, the U.S. has been the residual source of demand for the whole world. Consumer demand has been very strong; more recently investment demand has been strong, and governments have been running deficits. When you add all of that up, the Americans demand more than they are supplying and other countries supply more than they are demanding.

We know that over a longer period of time countries cannot go on running deficits of the magnitude that the Americans are running and that at some point American demand will have to grow less rapidly in order for them to shrink their deficit with the rest of the world.

If at the same time there is no pick-up in domestic demand in other countries, world growth will slow way down. There is also a big worry, of course, that the Americans will take steps to correct this through trade restrictions, which would be very unhelpful for the world.

Finally, there is a worry that investors will lose confidence that the Americans are finally going to get their act together and they will cease to be willing to buy these pieces of paper, these IOUs, that the Americans are issuing to pay for all this.

That is the problem, very simply. Normally, of course, you would expect that adjustment would take place around the world. Rising incomes in China would lead to increased demand in China; the Americans would cease to build up debt and there would be falling demand in the United States. Everything would be rosy in the garden. Normally we have price mechanisms to allow that to happen. A price mechanism could be depreciation of the U.S. dollar on the one hand and a revaluation of the Chinese RMB on the other. There could be a lot of inflation in China. A number of things could happen. The problem has been that those price adjustments have not been coming through either exchange rates or differential rates of inflation.

The pressures kept building. In the last year we have seen some beginning of a recalibration. U.S. demand is slower. We have demand pick-up in Japan; we have seen some pick-up in demand in Europe. We have still not seen pick-up in household demand in China, but at least things have been moving a little bit in the right direction.

qu'ils n'en paient pour leurs importations, quand, en même temps, particulièrement en Chine, on a observé des entrées considérables de capitaux.

Dans les pays de l'OPEP, la situation est identique. Le prix du pétrole a grimpé de façon vertigineuse et les balances commerciales de ces pays se sont donc améliorées, ce qui a eu comme contrepartie une détérioration aux États-Unis. En fait, les États-Unis sont devenus la source de demande résiduelle du monde entier. La demande des consommateurs y a été très forte; plus récemment, la demande d'investissement a aussi été ferme, et les gouvernements sont cependant dans des situations déficitaires. Lorsqu'on tient compte de tout cela, la demande américaine est plus forte que l'offre, tandis que dans d'autres pays, l'offre est plus forte que la demande.

Nous savons fort bien qu'à terme, des pays ne peuvent continuer à fonctionner en traînant des déficits aussi lourds que celui des États-Unis, et à un moment ou l'autre, la demande américaine devra modérer sa croissance si les Américains veulent réduire le déficit et se mettre au même diapason que le reste du monde.

Si en même temps, il n'y a pas de remontée de la demande dans les autres pays, l'expansion mondiale ralentira énormément. Bien entendu, on s'inquiète aussi énormément devant la possibilité que les Américains tentent de corriger la situation au moyen de restrictions au commerce, ce qui serait très préjudiciable au reste du monde.

Enfin, on craint que les investisseurs ne perdent leur confiance dans le système américain, qu'ils doutent que les Américains réussissent enfin à assainir la situation et qu'à cause de cela, ils ne veulent plus acheter ces reconnaissances de dette qu'on émet aux États-Unis pour payer pour tout cela.

Très simplement, c'est cela le problème. Bien entendu, en temps normal, on s'attend à assister à une adaptation à l'échelle internationale. Ainsi par exemple, la hausse des revenus en Chine mènerait à une augmentation de la demande dans ce même pays; les Américains cesseraient de s'endetter et la demande serait à la baisse aux États-Unis. Tout irait comme sur des roulettes. En règle générale, nous disposons de mécanismes de prix pour que cela se produise. Cela pourrait prendre la forme, d'une part, d'un recul du dollar américain et, d'autre part, d'une réévaluation à la hausse du yuan chinois. Il pourrait y avoir beaucoup d'inflation en Chine. Il pourrait d'ailleurs se produire beaucoup de choses. Le problème, c'est que ces rajustements des prix ne se sont pas manifestés, que ce soit par l'entremise d'un contrôle des changes ou grâce à des taux différentiels d'inflation.

Les pressions ont donc augmenté. Au cours de l'année écoulée, nous avons toutefois commencé à observer un rééquilibrage. La demande américaine progresse plus lentement tandis qu'elle augmente au Japon et quelque peu en Europe. Toutefois, on n'observe pas la même chose de la part des ménages en Chine, mais on peut au moins dire que les choses commencent à évoluer dans la bonne direction.

We remain very concerned, but at least the movement over the last 12 months has been in the right direction. In Canada we feel the pain of that because it has come from a reduction in housing and automobile demand in the United States, and that particularly hits us here in Canada.

Senator Angus: In Niagara-on-the-Lake today you used the words, “the risk of an abrupt, disorderly resolution,” and that is not what we are getting, obviously. It looks optimistic from your response, but what would a worst case scenario be and how would it affect us?

Paul Jenkins, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: A worst case scenario can come from two different channels. One would be an abrupt slowing in the U.S. economy, to which the governor referred, without any offsetting growth of demand in the rest of the world. Therefore, you have overall global demand slowing, which would affect us as well as others, including some of our other trading partners.

The other channel through which this could come, and to which the governor also alluded, would be the financial markets. The large current account deficit in the United States is being financed by investors elsewhere in the world, and they may very well say enough is enough. If they were to say that, there would be two effects: a sharp depreciation of the U.S. dollar and higher interest rates, both of which would have ramifications for the global economy.

It can come at us from those two channels, but we are encouraged by what we call the rotation of demand. Fundamentally, for these imbalances to be resolved you must have stronger demand elsewhere than in the United States and some increase in U.S. savings or some slower growth in their consumption, and there are signs that that is beginning to happen.

Senator Angus: I would like to turning to the domestic scene, just for a moment, and the same area of imbalances; it is not the same, but perhaps there is an analogy. Some economists are saying that the rate of growth of the Alberta economy at the moment is in the range of 18 per cent or more, and we know that in some provinces the rate of growth is stagnant or less, and in others, somewhere in between.

Your October report and your opening statement today contain precise numbers — 2.8 this year, 2.5 next year; that is pretty precise reckoning. I am wondering how you calibrate the imbalances, if you will, in growth within the Canadian federation.

Mr. Dodge: You are right. Those sound very precise. It is always important to recognize that there is a fairly wide confidence band around those numbers. We will know only five years from now when Statistics Canada gets its final revisions what growth actually has been to the nearest decimal point.

Nous demeurons très préoccupés, mais au cours des 12 derniers mois, les choses ont commencé à bouger dans la bonne direction. Au Canada, nous ressentons le contrecoup de la situation à cause d'un recul des mises en chantier et de la demande d'automobiles aux États-Unis, ce qui nous affecte beaucoup ici.

Le sénateur Angus : À Niagara-on-the-Lake aujourd'hui, vous avez utilisé l'expression, « le risque d'une résolution abrupte et chaotique », or ce n'est manifestement pas ce que nous observons. Si j'en juge d'après vos réponses, vous êtes optimiste, mais que se passerait-il dans le pire des cas et comment serions-nous affectés?

Paul Jenkins, premier sous-gouverneur, Banque du Canada : Le pire des cas peut provenir de deux causes. Il pourrait premièrement y avoir un ralentissement subit de l'économie américaine, sans que cela ne soit compensé par une expansion de la demande dans le reste du monde, éventualité déjà mentionnée par le gouverneur. Dans un tel cas, on assisterait à un ralentissement de la demande mondiale, ce qui nous affecterait ainsi que les autres, y compris certains de nos partenaires commerciaux.

L'autre cause d'une telle situation, également mentionnée par le gouverneur, serait la détérioration des marchés financiers. À l'heure actuelle, le très lourd déficit courant des États-Unis est financé par des investisseurs étrangers, et il se pourrait bien qu'un jour, ils disent ça suffit. Si les choses évoluaient ainsi, cela entraînerait deux conséquences : une dégringolade du cours du dollar américain et des taux d'intérêt plus élevés, ce qui aurait des ramifications dans l'économie mondiale tout entière.

Ces deux possibilités sont bien réelles, mais nous demeurons encouragés par ce qu'on appelle la rotation de la demande. Si l'on tient à atténuer ces déséquilibres, il faut absolument que la demande à l'extérieur des États-Unis soit plus forte et qu'on assiste à une progression de l'épargne aux États-Unis ou à un ralentissement de la croissance de la consommation. Selon certains signes, on peut penser que cela a commencé.

Le sénateur Angus : Si vous permettez, j'aimerais maintenant passer à la situation nationale, toujours au sujet des déséquilibres; ce n'est peut-être pas la même chose, mais peut-être y a-t-il moyen de faire une analogie. Selon certains économistes, le taux d'expansion de l'économie de l'Alberta atteint présentement 18 p. 100 ou même davantage, tandis que dans certaines autres provinces, la croissance est stagnante ou inexistante, et dans d'autres encore, quelque part entre ces deux extrêmes.

Dans votre rapport du mois d'octobre et votre déclaration liminaire d'aujourd'hui, vous avancez des chiffres précis — 2,8 pour cette année, 2,5 pour l'année prochaine, ce qui est assez précis. Comment pouvez-vous calibrer les déséquilibres de la croissance au sein de la fédération canadienne.

M Dodge : Vous avez raison, ces chiffres ont l'air très précis. Toutefois, il faut toujours garder à l'esprit qu'ils sont fondés et qu'on peut donc leur faire confiance. Évidemment, ce n'est que dans cinq ans, grâce aux dernières révisions de Statistique Canada, que nous saurons dans quelle mesure la croissance réelle était conforme à ces chiffres, et ce, jusqu'au dernier point décimal.

We give it to the nearest decimal point because that is the centre of a band. Do not think that we are so bright that somehow we can get it to the nearest decimal point. It is a good indication of at least the centre of a band, and, as we have said, we think the risk is reasonably evenly balanced around that band.

Let me answer your main question. Obviously demand in Alberta, especially investment demand, has been very strong, as it has been in the Lower Mainland of British Columbia and in Newfoundland and Labrador; those are the three places of very strong investment demand. Certainly the economy of Alberta and the economy of the Lower Mainland are running over capacity. What we are seeing is an escalation of prices and wages as a reflection of that very strong demand.

That is not inappropriate. Let me make that point. It is not inappropriate because in order for the real resources to move into those places of excess demand, the price mechanism works; so higher wages and higher prices there do encourage resources to move in. Those higher wages and prices are relative to what is going on in Ontario.

The question is this: How adaptable and how flexible are our markets to actually respond to that? As we have said several times, and certainly compared to the experience you will well remember in the 1970s, our labour markets and our capital markets do seem to be much more adaptable than they were then. Nevertheless, as we pointed out in our report, there is a risk that they are not sufficiently adaptable and that the wage and price pressures clearly evident in Alberta could spread back east. That is one of the worries we have, obviously.

Senator Angus: We have been looking at interprovincial trade barriers, as you know, and from one of your earlier reports I cannot help but think of the analogy of Lord Durham when he reported back to head office that he had found two nations warring in the bosom of a single state. I am wondering if we have 10 economies competing within the structure of a single economy. That is what I was getting at with my question.

Mr. Dodge: Of course we do. We also have reasonably flexible wages and prices and we have labour markets that, while never as flexible as one would like to see, in fact are reasonably flexible, certainly compared to earlier periods in our history.

We are seeing the adaptation take place, but clearly that adaptation would be faster and smoother if we could get rid of the barriers between provinces. If everybody had the same licensing arrangements for trades and professions, people could move easily, and obviously the adjustment would be better.

Si nous parlons de pourcentages avec point décimal, c'est que cela se retrouve au centre d'une fourchette. Cela ne signifie pas toutefois que nous sommes tellement intelligents que nous pouvons faire des calculs au point décimal près. Cela indique tout simplement qu'on se trouve au centre de la fourchette, et, ainsi que nous l'avons affirmé, à nos yeux, la marge qui entoure de part et d'autre ce pourcentage est bien équilibrée.

Permettez-moi maintenant de répondre à votre principale question. Il ne fait aucun doute que la demande albertaine, surtout la demande en matière d'investissement, a été très ferme, tout comme elle l'a été au sud de la Colombie-Britannique ainsi qu'à Terre-Neuve-et-Labrador; ce sont les trois endroits au Canada où la demande d'investissement est très élevée. Il ne fait aucun doute que les économies de l'Alberta et du sud de la Colombie-Britannique sont en situation de surchauffe. On assiste donc à une escalade des prix et des salaires, signes de cette demande très forte.

Ce n'est pas inapproprié. Permettez-moi de m'expliquer ici. Ce n'est pas inapproprié car si l'on veut que les ressources réelles affluent vers les endroits où la demande est très forte, il faut que le mécanisme des prix fonctionne; des salaires et des prix plus élevés encouragent justement les ressources à entrer. Ces salaires et ces prix sont plus élevés par rapport à ce qui se passe en Ontario.

La question à se poser est la suivante : dans quelle mesure nos marchés peuvent-ils s'adapter et être suffisamment souples pour réagir à cela? Ainsi que nous l'avons dit à maintes reprises, et aussi par rapport à notre expérience des années 70, nos marchés de l'emploi et des capitaux semblent beaucoup plus souples maintenant qu'à l'époque. Cela étant dit, ainsi que nous l'avons déjà précisé dans notre rapport, il se peut qu'il ne soit quand même pas suffisamment souple et que les pressions s'exerçant à la hausse pour les salaires et les prix en Alberta se répandent dans l'est de notre pays. C'est certainement l'une de nos préoccupations.

Le sénateur Angus : Vous n'ignorez pas que nous nous sommes penchés sur les obstacles au commerce interprovincial, et si je me reporte à l'un de vos rapports précédents, je ne peux m'empêcher de faire une analogie avec ce que disait Lord Durham dans son rapport à Londres, à avoir qu'il avait découvert deux nations qui luttent entre elles au sein d'un même État. Je me demande s'il y a 10 économies au Canada qui luttent entre elles au sein d'une seule structure économique. C'est là où je voulais en venir.

M. Dodge : Bien sûr qu'il y a 10 économies. Toutefois, nous disposons également de salaires et de prix raisonnablement souples et surtout si on les compare à la situation qui prévalait à d'autres périodes de notre histoire.

Selon nos observations, il y a adaptation, mais cette adaptation s'effectuerait plus rapidement et de manière plus aisée si nous pouvions éliminer certains des obstacles au commerce entre nos provinces. Si tout le monde s'entendait pour mettre sur pied des services identiques d'émission de permis dans les métiers et les professions, les travailleurs pourraient se déplacer sans problème, et l'adaptation s'effectuerait plus facilement.

The Chairman: On that front we have heard good news from British Columbia and Alberta about mobility pacts; the same with Ontario and Quebec. In our continuing study of interprovincial barriers, this committee will be pushing that item, which we think is a clog and a barrier to productivity.

Senator Moore: Having read through your report and having read your speech this morning, governor, I was in interested in the currency markets. Your report states:

It would appear that the impact on the Canadian dollar from the decline in energy prices since July has been partly offset by an increase in currency flows related to cross-border mergers and acquisitions in Canada.

Can you explain that to me and the Canadian public who may be watching this session?

Mr. Dodge: We are a large net exporter of commodities, so when we have high commodity prices, that increases the foreign demand for Canadian dollars to pay Canadian suppliers and it puts an upward pressure on the dollar. We have discussed that over the last three years in front of this committee.

At the same time, when foreigners want to invest in Canada they also require Canadian dollars. We have seen that recently these flows have been larger than they were over the last two or three years, considerably larger. Indeed, our folks back at the bank are trying to manage a big flow going through right now from the CVRD deal.

Senator Moore: What is that?

Mr. Dodge: That is the CVRD purchase of Inco, and it is going through markets as we sit here this afternoon. CVRD is the Brazilian mining company, Companhia Vale do Rio Doce.

Senator Moore: When you say there is a larger demand for Canadian dollars to finance these acquisitions of Canadian companies by outside parties, how much is the increase in demand? Are we talking historical numbers? Is it 5 per cent, 10 per cent?

Mr. Dodge: Senator, we will never be able to figure that out exactly because the flows on any day are very large compared to the margin that even a very large deal like CVRD, which is \$12 billion, would add. It is the margin, of course, that really counts in terms of moving currency around. We will never know exactly a priori because Canadians may turn around and invest that abroad.

Senator Moore: The money they receive from the purchasers?

Mr. Jenkins: It goes in both directions.

Le président : À cet égard, nous avons reçu des bonnes nouvelles de la Colombie-Britannique et de l'Alberta en ce qui a trait à des pactes de mobilité de la main-d'œuvre, et aussi de la part de l'Ontario et du Québec. Nous nous penchons en permanence sur les obstacles interprovinciaux, et notre comité va certainement insister là-dessus, car à notre avis, c'est un frein à la productivité.

Le sénateur Moore : J'ai lu votre rapport et le discours que vous avez prononcé ce matin, monsieur le gouverneur, et j'aimerais me pencher sur la question des marchés monétaires. Selon votre rapport, et je cite :

Il semble que le recul du dollar canadien en raison de la baisse des prix de l'énergie depuis le mois de juillet a été en partie annulé par une augmentation des flux monétaires, en raison des fusions et des acquisitions transfrontalières au Canada.

Pouvez-vous m'expliquer cela, ainsi qu'au public canadien qui suit peut-être nos travaux?

M. Dodge : Nous sommes un grand pays exportateur net, par conséquent, lorsque le prix de nos exportations est élevé, on assiste à une augmentation de la demande étrangère de dollars canadiens pour payer les fournisseurs canadiens, ce qui exerce une pression à la hausse sur notre monnaie. Nous avons d'ailleurs discuté de cela devant votre comité ces trois dernières années.

En même temps, lorsque des étrangers tiennent à investir au Canada, ils ont également besoin de dollars canadiens. Récemment, nous avons observé que ces mouvements d'argent ont été plus considérables qu'au cours des deux ou trois dernières années, beaucoup plus considérables. Justement, en ce moment, les gens de notre banque s'occupent de gérer un important mouvement de capitaux en raison de la transaction CVRD.

Le sénateur Moore : Qu'est-ce que c'est?

M. Dodge : Il s'agit de l'achat d'Inco par CVRD, la transaction est en train de s'effectuer au moment même où nous nous parlons. CVRD est la minière brésilienne, la Companhia Vale do Rio Doce.

Le sénateur Moore : Lorsque vous affirmez que la demande de dollars canadiens nécessaires à ces acquisitions est à la hausse puisqu'il s'agit d'étrangers qui achètent des entreprises canadiennes, à combien s'élève cette hausse? S'agit-il de chiffres sans précédent? S'agit-il de 5 p. 100, de 10 p. 100?

M. Dodge : Monsieur le sénateur, nous ne serons jamais en mesure d'obtenir des chiffres précis là-dessus du fait que ces flux monétaires sont considérables, quel que soit le jour où ils s'effectuent, même lorsqu'on les compare à une transaction aussi importante que celle de la CVRD, qui se trouve à rapporter 12 milliards de dollars. Bien entendu, c'est la marge bénéficiaire qui a vraiment une incidence sur les cours monétaires. Nous ne le saurons jamais cependant de manière exacte parce que les Canadiens peuvent décider d'investir ces sommes à l'étranger.

Le sénateur Moore : L'argent qu'ils reçoivent des acheteurs?

M. Jenkins : Cela peut aller dans les deux directions.

Mr. Dodge: As we observe currency markets and try to infer what is going on, it is fairly clear that the direction of this has been upwards on the Canadian dollar, because we have had a lot of them recently. So there have been upward pressures, which have offset what we would have thought would have been downward pressures coming from the fall in energy prices, in particular the fall in natural gas and oil prices.

Senator Moore: In the section "Risk to the outlook" on page 32 of your report, you state:

The main upside risk to the Canadian economy continues to relate to the momentum in household spending and housing prices. This momentum is linked to strong consumer credit growth.... There is a risk that these linkages could be stronger than assumed or that house prices could continue to grow more rapidly than expected, resulting in higher-than-projected household spending and, hence, greater upward pressures on inflation.

You must be recording something significant to cause you to put this in your report. Are house prices being hyper-inflated? Are people financing or borrowing against the equity they have in those houses based on those new, not paid for, but market prices for their homes?

Mr. Dodge: There are real issues and financial issues.

Mr. Jenkins: With regard to the risks, as you indicated from our report, there are two aspects. Higher house prices feed directly into the consumer price index, and we are seeing evidence of that. Therefore, that is one area that we have been watching closely and will continue to watch closely. The other aspect on the real side is very much the phenomenon that you are describing. With increases in house prices, higher equity, higher net worth from the point of view of the household sector, they can borrow against that, and that in turn would feed into their consumption of other types of goods and services. Again, we have seen very strong growth of household credit, and certainly some of that is financing the consumption of durables and other consumption goods. We see that in the data. On the risk side, we felt that was important enough to highlight in terms of how this might continue to feed into the economy, both of those channels having a potential increased impact on inflation.

Senator Moore: In the long term, is there any fear that people would not have the resources to pay back the credit they have gained from the current market prices for their residences?

Mr. Dodge: We think the risks to future financial stability are pretty low. We report on that in our financial system review and will be reporting again in December this year, but certainly our review to date would say that the risk is indeed fairly low that we could have any systemic problems.

M. Dodge : Si nous observons les cours monétaires et essayons d'en tirer quelque chose, on peut affirmer sans trop se tromper que cela a exercé des pressions à la hausse sur le dollar canadien car il y en a eu beaucoup récemment. Il y a donc eu des pressions à la hausse très nombreuses, qui ont annulé quelque peu ce qui nous paraissait être des pressions à la baisse à la suite de la chute des prix de l'énergie, particulièrement du recul des prix du gaz naturel et du pétrole.

Le sénateur Moore : Dans la partie « Les risques pesant sur les perspectives » figurant à la page 34 de votre rapport, vous affirmez ce qui suit, et je cite :

Le principal risque à la hausse touchant l'économie canadienne demeure lié au dynamisme des dépenses des ménages et des prix des logements. Ce dynamisme est associé au vif essor du crédit à la consommation... Il est possible que ces liens soient plus forts qu'on ne le présume ou que la valeur des maisons continue à grimper plus rapidement qu'on ne l'avait prévu, ce qui pourrait donner lieu à des majorations plus substantielles qu'escompté des dépenses des ménages et, de ce fait, à des pressions à la hausse plus intenses sur l'inflation.

Pour que vous ayez mis cela dans votre rapport, vous avez dû observer quelque chose d'important. Est-ce que le prix des maisons est excessif à cause de l'inflation? Est-ce que les gens financent ou empruntent à même l'avoir net de leurs maisons en fonction des nouveaux prix du marché dans l'immobilier?

M. Dodge : Ces enjeux sont immobiliers et financiers.

M. Jenkins : Pour ce qui est des risques, ainsi que vous l'avez lu dans notre rapport, ils sont doubles. La hausse du prix des maisons a une incidence directe sur l'indice des prix à la consommation, et nous en avons déjà vu des signes. Par conséquent, nous allons continuer à suivre attentivement ce secteur. L'autre risque immobilier ressemble beaucoup à ce que vous avez décrit. Étant donné l'augmentation du prix des maisons, l'avoir net lui aussi est plus élevé du point de vue du propriétaire, et ce dernier peut emprunter en prenant comme garantie cet avoir, ce qui nourrit ensuite sa consommation d'autres biens et services. Encore une fois, nous avons observé une très forte expansion du crédit au foyer, et cela soutient certainement en partie la consommation de biens durables et d'autres biens de consommation. Cela est manifeste dans les données. Pour ce qui est des risques, nous les avons jugés assez graves pour souligner comment ils pourraient influencer sur la situation économique, car ces deux sources peuvent exercer des pressions inflationnistes.

Le sénateur Moore : À long terme, est-ce qu'on craint que les gens n'aient pas suffisamment d'argent pour rembourser le crédit que leur ont obtenu les prix actuels du marché de l'immobilier?

M. Dodge : Nous estimons que les risques de déstabilisation financière sont assez faibles. Nous en parlons dans notre examen du système financier et aborderons de nouveau le sujet dans notre rapport du mois de décembre, mais en attendant, à notre avis, il y a peu de risques que la situation entraîne des problèmes systémiques.

Senator Moore: Are these borrowings against equity being secured by mortgages against real estate, or are they also credit card borrowings and collateral mortgages which may be at higher interest rates and more risky?

Mr. Dodge: With the development of personal lines of credit that are secured not in the conventional mortgage way but by equity in houses, consumers are able to borrow more cheaply than they could by borrowing on credit cards or whatever. The cheaper borrowing has helped consumers to borrow more at lower rates.

Senator Tkachuk: Welcome, governor. After years of concentrating on the dollar, and at the last meeting on interest rates, I have turned into a bit of a gadfly and will turn to a new topic. I want to talk about productivity. The Minister of Finance has identified productivity as the focus of his next budget. One of the main themes is productivity and labour supply and potential output research from 2006. On the website, you have a question: What factors explain the historical behaviour of Canadian labour productivity, including differences between Canadian and U.S. productivity experiences? That question is almost virtually the same as the one you had last year. I was wondering if you could perhaps update us on the results of that. What new information you can give us today?

Mr. Dodge: I am afraid it will be there next year as well.

The Chairman: It would be helpful, governor, to explain for our audience what productivity means in layman's terms. It is very important for the public to understand what we are talking about.

Senator Tkachuk: We will all find it helpful.

Mr. Dodge: Senator, there are many different measures. The one that is most commonly used, because I think we can all relate to it the best, is labour productivity. It is simply the amount of output that we get for an hour's worth of labour input. That is not the only measure, obviously, because it is very important that capital be productive, and there is a more sophisticated measure called total factor productivity, but let us stick with the one that is commonly used, and that is labour productivity.

First, labour productivity in Canada, as we have noted before, and as you have noted in your own work, has not been growing as rapidly as it has been south of the border. Second, it has not been growing as rapidly as our longer-term view that it should grow at about 1.75 per cent per year.

There are reasons to think that over time we should begin to see the investments in technology and in particular information communications technology start to pay off in terms of higher productivity. Despite the lower productivity numbers in 2001, 2002 and 2003, we had thought that we would begin to see this uptake. Indeed, last October, when we were here, we thought we could see it coming and we intended to go back

Le sénateur Moore : Est-ce que ces emprunts financés à même l'avoire propre sont garantis au moyen d'hypothèques, ou s'agit-il de prêts sur cartes de crédit et d'hypothèques subsidiaires, dont les taux d'intérêt peuvent être plus élevés et plus risqués?

M. Dodge : Avec l'apparition des lignes de crédit personnelles garanties non pas par une hypothèque classique mais par l'avoire propre de sa résidence, le consommateur peut emprunter pour moins cher qu'avec sa carte de crédit ou un autre instrument. L'emprunt à moindre coût a permis au consommateur d'emprunter plus à des taux plus bas.

Le sénateur Tkachuk : Soyez le bienvenu, monsieur le gouverneur. Après m'être surtout intéressé au dollar pendant des années et aux taux d'intérêt lors de notre dernière rencontre, je me suis un peu transformé en trublion. Je vais donc passer à un autre sujet. Je vais parler de productivité. Le ministre des Finances a déclaré que la productivité allait être le grand axe de son prochain budget. Un des principaux thèmes, c'est la productivité et l'offre de main-d'oeuvre ainsi que les travaux de recherche de 2006 sur le potentiel de production. Sur votre site Web, vous posez la question suivante : quels facteurs peuvent expliquer l'évolution historique de la productivité du travail au Canada, et notamment les écarts constatés avec les États-Unis? C'est presque textuellement la même que vous posiez l'an dernier. Je me demandais si vous pourriez nous donner le dernier renseignement sur le sujet. Qu'avez-vous de nouveau aujourd'hui?

M. Dodge : Je crains que la même question s'y trouve aussi l'an prochain.

Le président : Monsieur le gouverneur, il serait utile pour notre auditoire que vous expliquiez en termes de profane ce que l'on entend par productivité. Il est très important que la population comprenne ce dont on parle.

Le sénateur Tkachuk : Ça nous aiderait tous.

M. Dodge : Sénateur, il y a beaucoup de mesures différentes. La plus largement employée, parce que la plus compréhensible par le plus grand nombre, c'est la productivité du travail. C'est tout simplement le volume de production obtenu pour une heure de travail. Évidemment, ce n'est pas la seule mesure, parce qu'il est très important aussi que le capital soit productif, et il y a une mesure plus raffinée appelée la productivité des facteurs, mais tenons-nous-en à la plus répandue, la productivité du travail.

Tout d'abord, la productivité du travail au Canada, comme nous l'avons déjà dit, et comme vous l'avez vous-même signalé dans vos travaux, n'a pas progressé aussi rapidement qu'aux États-Unis. Deuxièmement, elle n'a pas progressé aussi rapidement que ce que nous jugeons être nécessaire à long terme, soit de 1,75 p. 100 par année.

Il y a lieu de croire qu'avec le temps nous devrions commencer à voir les résultats des investissements technologiques et en particulier dans la technologie de l'information et des communications sous forme de productivité plus élevée. Malgré des chiffres de productivité plus bas en 2001, 2002 et 2003, nous pensons que l'on commencerait à observer une remontée. De fait, en octobre dernier, lorsque nous sommes venus ici, nous pensions

and plug in our longer-term assumption of 1.75 per cent, which would give us capacity growth when you add in labour force growth of 3 per cent.

Unfortunately, as the numbers have kept coming in, we have not seen that improved performance. This year, in our October report, we said that maybe we jumped the gun, so we have gone back and assumed roughly 1.5 per cent, which gives us a total capacity growth of 2.8 per cent.

As far as the influence on monetary policy, it is very important for us to get this more or less right. If we judge it to be far higher than it actually is, we end up with a whole pile of inflation in the economy. If we judge it to be too low, we have excess supply in the economy and we could have grown faster. It is a judgment call, and it is very hard to know exactly what that number is.

There is then the question of what will allow us collectively to work smarter, if you will, so that we get more output per hour of labour input. Obviously it is, as I said, investment in new and more productive machinery and equipment, and, particularly for information technology, it is investment in training, so that workers have the right and better skills to be able to be more productive. Also, very important, it is having resources move out of low-productivity parts of the economy into higher-productivity parts of the economy.

That movement or process of making that adjustment, though, is, in the short run, costly. That may well be the reason we are not seeing a more immediate payoff from the investment that has taken place.

Senator Tkachuk: You did not explain the historical differences between Canada and the United States. Perhaps you could go back to that. Over the last number of years, was it the high dollar that made them more efficient or that drove them to be more efficient? Was it education and skills development? What was it about the American economy that increased their productivity while we lagged behind?

Mr. Dodge: We know that the big difference is in the service sector. In the goods producing sector, the differences have not been very large between Canada and the U.S. in terms of productivity growth output per man hour in manufacturing. The difference happens in the service sector. The U.S. stands out across the world as having faster service sector productivity growth. One small part of the difference might be the use of a different system of measurement. Certainly, in terms of direction, some conceptual differences in measurement would narrow the

qu'elle se dessinait et nous avons l'intention à notre retour d'introduire notre hypothèse à long terme de 1,75 p. 100, ce qui aurait occasionné une croissance de la capacité si l'on ajoute une croissance de la main-d'oeuvre de 3 p. 100.

Malheureusement, quand les chiffres se sont mis à monter, nous n'avons pas vu cette amélioration de la performance. Cette année, dans notre rapport d'octobre, nous avouons être allés peut-être trop vite en affaires et avons postulé un taux de 1,5 p. 100, ce qui nous donne un pourcentage de croissance de la capacité de 2,8 p. 100.

Pour ce qui est de l'influence sur la politique monétaire, il est très important d'avoir plus ou moins le bon chiffre. Si nous le fixons très au-dessus de la réalité, il y a des possibilités qu'on se retrouve dans une situation très inflationniste. Si nous le jugeons en deçà, l'économie est en situation d'offre excédentaire et elle aurait pu progresser plus rapidement. C'est une question de jugement et il est très difficile de déterminer le chiffre avec justesse.

Se pose ensuite la question de savoir ce qui nous permettra, collectivement, de travailler plus judicieusement, en quelque sorte, de manière à obtenir une plus grande production par heure de travail. La réponse, comme je l'ai dit, ce sont les investissements dans des machines et du matériel neufs et plus productifs, en particulier dans les techniques de l'information, les investissements dans la formation, pour que les travailleurs aient les bonnes compétences et de meilleures compétences, leur permettant d'être plus productifs. Autre chose importante, il faut enlever les ressources qui se trouvent dans les secteurs peu productifs de l'économie pour les affecter aux secteurs à haute productivité.

Ce processus d'adaptation est toutefois coûteux à court terme. C'est peut-être bien la raison pour laquelle nous ne constatons pas des retombées plus immédiates des investissements qui ont été faits.

Le sénateur Tkachuk : Vous n'avez pas expliqué les différences historiques entre le Canada et les États-Unis. Peut-être pourriez-vous revenir là-dessus. Ces dernières années, est-ce le dollar fort qui les a rendus plus efficaces ou qui les a incités à devenir plus efficaces. Était-ce plutôt l'éducation et le perfectionnement? Qu'est-ce qui a fait que l'économie américaine est devenue plus productive, tandis que nous avons pris du retard?

M. Dodge : Nous savons que la grande différence se situe dans le secteur des services. Dans le secteur de la fabrication de biens, les différences n'ont pas été très importantes entre le Canada et les États-Unis en termes de croissance de la productivité mesurée selon le nombre d'heures de travail par unité de production. C'est dans le secteur des services qu'on constate une différence. Les États-Unis ont une longueur d'avance sur le monde entier quant au rythme de croissance de la productivité dans le secteur des services. La différence s'explique peut-être en partie, mais pour

gap a bit. However, fundamentally it appears to be that the service sector in the United States has taken advantage of information and communications technology much more rapidly than we have in Canada.

That much seems to be reasonably clear. We the bank are supposed to know something about the financial services sector so we decided to investigate that activity because, on the face of it, the differences are huge. We are in the process of doing that extraordinarily difficult job. We are not sufficiently along in our investigation to provide the committee with those answers. This has been a highly incomplete answer to your question but ask us again next year, when we might be further along in our difficult work.

Senator Tkachuk: I have one more question on productivity. It stems from a CTV story, in which you are quoted you as saying that now is the right time to encourage partnerships between the Government of Ontario and private providers, given the climate of low nominal interest rates and the presence of large pension funds that are searching for these kinds of investment opportunities. Besides education and skills development, you talked about the public-private partnership. What do you mean by that and how far should it go?

Mr. Dodge: A number of other countries, in particular the U.K. and Australia, but also Scandinavia and Europe as well as a number of U.S. states, have made much greater use of having private firms take on both the financing and the development of public infrastructure than Canada has, whether building roads, water works or other things. Generally, though not always, the experience seems to be that this has led to more efficient operations and, because the private provider takes on some of the risk, it means that management is tighter and the financing is operated at very low spreads because of the demand of pension funds and investors globally for this kind of asset.

Why have we not made more use of that mechanism here? In part, we have not done as much work as other countries have done to set the legal framework for it, which is important. In part, we have not developed the expertise to write risk-sharing arrangements. As well, part of the opposition comes from the fact that a couple of projects have had bad risk-sharing arrangements. That does not mean that we should forget about this. Indeed, it would be incredibly important because our infrastructure demands in this country are extremely large.

Senator Tkachuk: What about hospitals?

une faible part seulement, par un système de mesure différent. Il est certain que des différences conceptuelles au chapitre des mesures pourraient rétrécir quelque peu l'écart. Cependant, fondamentalement, il semble que le secteur des services aux États-Unis a tiré profit de la technologie de l'information et des communications beaucoup plus rapidement que nous l'avons fait au Canada.

Cela semble raisonnablement clair. Nous, à la banque, sommes censés être au courant de ce qui se passe dans le secteur des services financiers et nous avons donc décidé de faire enquête sur cette activité parce que, à première vue, les différences sont énormes. Nous sommes en train d'accomplir cette tâche extraordinairement difficile. Nous ne sommes pas suffisamment avancés dans notre enquête pour donner des réponses au comité. Ma réponse à votre question est très incomplète, mais posez-nous-la de nouveau l'année prochaine, et nous serons alors plus avancés dans notre tâche ardue.

Le sénateur Tkachuk : J'ai une autre question sur la productivité. Elle découle d'un reportage du réseau CTV dans lequel on vous cite; vous auriez dit que le moment est bien choisi pour encourager des partenariats entre le gouvernement de l'Ontario et des fournisseurs privés, étant donné que les taux d'intérêt nominaux sont bas et que d'importantes caisses de retraite cherchent justement de telles possibilités d'investissement. En plus de l'éducation et du perfectionnement des compétences, vous avez évoqué les partenariats public-privé. Que voulez-vous dire par là et jusqu'où devrait-on aller?

M. Dodge : Un certain nombre d'autres pays, notamment le Royaume-Uni et l'Australie, mais aussi la Scandinavie et l'Europe ainsi qu'un certain nombre d'États américains, ont eu recours dans une beaucoup plus grande mesure à l'entreprise privée pour se charger du financement et de la conception de l'infrastructure publique, en comparaison du Canada, qu'il s'agisse de construire des routes, des réseaux d'aqueduc ou autres ouvrages. En général, mais pas toujours, l'expérience semble indiquer que cela a débouché sur une plus grande efficacité, parce que le fournisseur privé assume une partie du risque, ce qui veut dire que sa gestion est plus serrée et que le financement est obtenu à des taux très bas à cause de la demande des caisses de retraite et des investisseurs dans le monde entier qui cherchent à investir dans ce type d'activité.

Pourquoi n'avons-nous pas utilisé davantage ce mécanisme chez nous? En partie, nous n'avons pas déblayé le terrain autant que d'autres pays l'ont fait pour ce qui est d'établir le cadre juridique, ce qui est important. C'est en partie parce que nous n'avons pas acquis l'expertise voulue pour rédiger des ententes de partage du risque. De plus, l'opposition vient en partie du fait que deux ou trois projets ont été marqués par de mauvais arrangements de partage du risque. Cela ne veut pas dire que nous devrions écarter cette solution. En fait, ce serait extraordinairement important parce que nos besoins sont immenses en matière d'infrastructure dans notre pays.

Le sénateur Tkachuk : Et les hôpitaux?

Mr. Dodge: You have to be a little careful in what you mean by “hospitals.” One reference could be the provision of the building per se; another reference could be the operation of the hospital; and another reference could be the entire system. Therefore, one has to be careful with the use of such a word. However, yes, there are clear opportunities, but the contract has to be written carefully if it is to benefit both taxpayers and the people who need the service.

The Chairman: I have another question on productivity progress. As you know, the committee has done a landmark study on productivity based on your urgings and those of others. It has been well received. This committee feels it has a special responsibility to continue its oversight of that. Have you any suggestions on how the committee could proceed on that now — to prod sector by sector to increase their productivity progress? Mr. Dodge, you and I have discussed the fact that each sector has its specific problems with respect to productivity. There might be best cases that could be expanded between pillars. How do you think this committee, in a cost-effective and productive way, could assist in this national objective?

Mr. Dodge: Far be it from me to give advice to parliamentarians on how best to conduct their affairs. However, it would be incredibly useful for this committee to take one day per year as a productivity day and call in the folks at Statistics Canada to start with a report on what they have observed over the last year. You could call in various people working in this area to report on their work and on the trends. You would keep the issue and its importance in front of us all, whether employees, employers or governments. Fundamentally, as you pointed out in your paper on aging, if we do not increase productivity, we will not have any increase in real incomes, because our labour force will stop growing by the middle of the next decade.

The Chairman: Thank you. Your answer is a consensus of what our committee has reached but I wanted you to share your views with members of the committee and the public. That is our intention. We welcome that recommendation.

[Translation]

Senator Massicotte: Thank you for being here today. I would like to follow up on the notion of productivity, particularly in Quebec. Mr. Bouchard talked about the lack of productivity in Quebec, and the need to work more hours. Statistically, we see that the number of hours worked in Quebec is lower than in Ontario, and much lower than in the United States. He has stressed this point.

In Quebec, our demographic problem is more serious than it is in the rest of Canada, and certainly much more serious than it is in the United States. Given those two observations, would you

M. Dodge : Cela dépend de ce que vous voulez dire par « hôpitaux »; il faut bien préciser. Il pourrait s'agir de la construction de l'immeuble, ou bien de l'exploitation de l'hôpital, ou encore de l'entité au complet. Par conséquent, il faut utiliser ce mot avec prudence. Cependant, oui, il est clair qu'il y a des possibilités, mais le contrat doit être rédigé soigneusement si l'on veut qu'il soit à l'avantage à la fois des contribuables et des gens qui ont besoin du service.

Le président : J'ai une autre question sur le progrès au chapitre de la productivité. Comme vous le savez, le comité a fait une étude sur la productivité qui a fait date; c'est d'ailleurs vous et d'autres intervenants qui nous aviez exhortés à la faire. Elle a été bien reçue. Notre comité estime qu'il assume une responsabilité spéciale à cet égard et qu'il doit y donner suite. Avez-vous des suggestions quelconques quant à la manière dont le comité pourrait procéder dans cette démarche — aiguillonner chaque secteur pour qu'il accélère la croissance de sa productivité? Monsieur Dodge, vous et moi avons discuté du fait que chaque secteur a ses propres problèmes en matière de productivité. Il peut y avoir des modèles que l'on pourrait appliquer plus généralement. Comment, à votre avis, notre comité pourrait-il se rendre utile pour atteindre cet objectif national, de manière productive et efficiente?

M. Dodge : Loin de moi l'idée de vouloir donner des conseils aux parlementaires quant à la manière de conduire leurs affaires. Cependant, il serait extraordinairement utile si votre comité pouvait consacrer une journée par année à la productivité et convoquer les gens de Statistique Canada pour qu'ils fassent rapport sur ce qu'ils ont observé au cours de l'année écoulée. Vous pourriez convoquer diverses personnes qui travaillent dans ce domaine pour qu'elles vous parlent de leurs travaux et des tendances observées. Ainsi, vous mettriez en relief ce dossier et son importance à nos yeux à tous, employés, employeurs ou gouvernement. Fondamentalement, comme vous l'avez signalé dans votre document sur le vieillissement, si nous n'augmentons pas la productivité, nous n'aurons aucune augmentation du revenu réel, parce que notre population active va cesser de croître dès le milieu de la prochaine décennie.

Le président : Merci. Votre réponse correspond aux conclusions de notre comité, mais je voulais que vous fassiez part de votre point de vue aux membres du comité et au grand public. Telle est notre intention. Nous accueillons favorablement cette recommandation.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Je vous remercie de votre présence. J'aimerais faire le suivi sur la notion de productivité tout particulièrement au Québec. Monsieur Bouchard a parlé du manque de productivité au Québec et du besoin de travailler plus d'heures. Statistiquement, on voit qu'au Québec on travaille moins d'heures qu'en Ontario et beaucoup moins qu'aux États-Unis. Il a insisté sur cela.

Et au Québec, notre problème de démographie est encore plus grave que dans le reste du Canada et certainement beaucoup plus grave qu'aux États-Unis. Avec ces deux constats, feriez-vous une

make a specific recommendation for Quebec, particularly in answer to Mr. Bouchard's questions, and particularly in view of the fact that these significant challenges are coming ever closer?

Mr. Jenkins: As we discussed, the productivity issue is a very difficult one. That can be explained by a number of factors, though other factors explain productivity growth in the future.

Economic incentives are critical; these include training, education and ability to use human and financial resources to promote economic growth. For every sector and every province in Canada, we must find and apply the stages which are critical to the operations of capital markets, to promote investments in machinery, technology and equipment for the future.

Public policy is extremely important, as is market flexibility. We need the capacity to facilitate the movement of resources from one sector to another, and from one province to another. In my view, there is not one single factor involved. Governments, businesses and workers all play a role in helping productivity grow faster.

Senator Massicotte: I would like to move to another current issue in Canada: the very strong dollar. The Bank of Canada's priorities are inflation, economic growth and, indirectly, the well-being of Canadians. Like Ontario, we have a very broad economic sector. Recently, we heard Mr. Beaudoin — and a number of other Quebec economists — explain that we could accept a high dollar, but only for a very short period. It is very difficult for businesses to adjust. We are seeing it in Quebec every day — significant job losses in the forest industry, the manufacturing industry, and so on.

I can predict what your answer will be, but what do we tell the unemployed when the dollar is very high and, as a result, we are faced with these serious consequences? Is this situation temporary? What should we do?

Mr. Dodge: There is a real problem in the forest industry. It is a long-term problem associated with demand. World demand for newsprint is low, and there is a fairly high competition, from Brazil and Indonesia among other countries. The cost of wood in Eastern Canada, Quebec and Ontario is higher. So there is a fairly specific problem in the forest industry, and we need to invest to renew the sawmills, even if some sawmills have to be shut down. We have to channel the skills of workers from mills that are to be shut down towards other industries. This is a difficult transformation, because sawmills are all geographically distant from the major markets in Montreal and Quebec City.

recommandation particulière pour le Québec, en particulier pour répondre aux questions de M. Bouchard, et sur le fait que des défis importants se rapprochent de plus en plus?

M. Jenkins : Comme nous avons discuté, l'enjeu de la productivité est très difficile. Il y a certains facteurs qui expliquent ce fait, mais aussi d'autres qui expliquent la croissance de la productivité à l'avenir.

Les incitatifs dans l'économie sont critiques, par exemple la formation, l'éducation, l'investissement des entreprises, la capacité d'utiliser les ressources humaines et les ressources financières pour aider le taux de croissance d'une économie. Pour chaque secteur et chaque province au Canada, on doit trouver et suivre des étapes critiques pour le fonctionnement des marchés capitaux pour aider les investissements dans la machinerie, les technologies et les équipements pour l'avenir.

Les politiques publiques sont importantes sur ce plan. Il y a aussi la flexibilité au sein des marchés. Il faut aussi avoir la capacité de faciliter le mouvement des ressources d'un secteur à l'autre et d'une province à l'autre. Il n'y a pas qu'un élément, à mon avis. Les gouvernements, les entreprises et les travailleurs jouent un rôle pour faciliter le taux de croissance de la productivité.

Le sénateur Massicotte : J'aimerais passer à un autre sujet d'actualité au Canada : le fait que le dollar est très élevé. La Banque du Canada a comme priorités le taux d'inflation, la croissance économique et, indirectement, le bien-être des Canadiens. Comme l'Ontario, on a un secteur économique de grande importance. Récemment, on a entendu M. Beaudoin — et plusieurs autres économistes du Québec — expliquer que l'on peut accepter que le dollar soit très élevé, mais pour une très courte période. C'est difficile pour les entreprises de s'ajuster en conséquence. Comme on le constate chaque jour au Québec, il y a des pertes d'emplois très importantes du côté forestier, manufacturier, ainsi de suite.

Je peux prédire votre réponse, mais que dit-on aux chômeurs lorsque le dollar est très élevé et que cette situation entraîne des conséquences aussi graves? Est-ce une situation temporaire? Que doit-on faire?

M. Dodge : Il existe véritablement un problème sur le plan de l'industrie forestière. Il s'agit d'un problème à long terme qui est lié à la demande. La demande mondiale pour le papier journal est faible et il y a une compétition assez forte qui vient entre autres du Brésil et de l'Indonésie. Le coût pour le bois dans l'Est du Canada, au Québec ou en Ontario est plus élevé. Il y a donc un problème assez particulier dans ce secteur et ce qui est important, c'est de faire des investissements pour renouveler les scieries, même si certaines doivent être fermées. Il faut canaliser les compétences des travailleurs de ces moulins, qui doivent fermer, vers d'autres secteurs. Il s'agit d'une transformation qui est difficile à faire parce que les scieries sont toutes éloignées des grands marchés de Montréal ou de Québec.

There is no miracle cure for this, because the problem is a structural one. In the furniture and textile industries, for example, the competition is from Asia. Canadian businesses cannot pay a Canadian worker 50¢ an hour — or a similar rate — to compete with those countries.

What is important is to find market niches with increased added value. We have noted that Quebec manufacturers are on the brink of making those adjustments, but the process is going fairly slowly.

In conclusion, what is very important is going through the transformation, making the adjustments, and not keeping workers in jobs that have no future. Employees must be helped to do what needs to be done. Subsidies should not just be provided to industries that do not have a realistic future.

Senator Massicotte: I agree with what you say, but the challenge lies in that the value of the dollar changed for a very short period. That leads to a loss of significant market share. Perhaps we should take corrective action. It is very difficult to manage a business when the dollar fluctuates so quickly. Situations like those cannot be easily understood. Hundreds of thousands of jobs might be lost because of temporary situations. Perhaps one and a half or two years from now, the dollar will be at 83¢ or 84¢, and business decisions will have to be different again. The Bank is aware of those fluctuations.

Mr. Dodge: Yes, prices do indeed fluctuate widely. The price of the barrel of crude oil has gone from \$20 to \$70, the price of aluminium has more than doubled while the price of nickel is four times what it was. The prices of goods and even services have fluctuated quickly. The fluctuation of the rate of the dollar is a result of those variations. Because of those variations, it is very difficult to make changes, but things will become even more difficult if needed changes are not made.

Senator Massicotte: I have noted that the Bank of Canada made a number of comments on Canadian income trusts two weeks ago. You observed that income trusts provide some benefits for the Canadian economy. Could you say a little bit about what those benefits are?

Mr. Dodge: I could certainly talk about them for a few minutes, because the article in *The Globe and Mail* —

[English]

The Chairman: This is a major topic for us, so please take your time because I am sure there will be follow-up supplemental questions on this.

Mr. Dodge: Let me start on this. The *Globe and Mail* article that you probably read last week on what we said at our press conference was not wrong, but, boy, it put a slant on things that we really did not intend.

Il n'y a pas de remède miracle à ce problème. C'est un problème structurel. Dans les domaines de l'industrie du meuble et du textile, par exemple, la concurrence vient d'Asie. Il n'est pas possible de payer un travailleur canadien 50 cents de l'heure — ou quelque chose comme ça — pour être concurrentiel avec les autres.

Ce qui est important, c'est de trouver des niches, des créneaux de marché avec une valeur ajoutée accrue. On observe que les manufacturiers québécois sont sur le point de faire ces ajustements, mais cela se passe assez lentement.

En conclusion, ce qui est extrêmement important, c'est de faire la transformation, de procéder aux ajustements et de ne pas garder les travailleurs dans des emplois qui n'ont pas d'avenir. Il faut aider les employés à faire ce qui s'impose. Il ne faut pas seulement fournir les subsides aux industries qui n'ont pas un futur réaliste.

Le sénateur Massicotte : Je suis d'accord avec ce que vous dites, mais le défi est le fait qu'on a changé le niveau du dollar pendant une période très courte. Ceci entraîne la perte d'une part de marché très importante. Il faut peut-être se redresser en conséquence. C'est difficile de gérer une entreprise lorsque le dollar change aussi vite. Ce n'est pas évident de comprendre ces situations. Il se peut qu'on perde des centaines de milliers d'emplois à cause de situations très temporaires. Peut-être que d'ici un an et demi, deux ans, le dollar sera à 83 ou 84 cents et cela changera encore les décisions des entreprises. La Banque est sensible aux variations.

M. Dodge : Oui, effectivement, il y a une grande variation dans les prix. Le prix du baril de pétrole brut est passé de 20 dollars à 70 dollars, le prix de l'aluminium a plus que doublé, le prix du nickel a quadruplé. Dans le prix des biens, et même des services, il y a aussi des changements rapides. La variation du dollar est la conséquence de ces variations. Il est difficile, à cause de ces fluctuations, de faire des changements, mais il est encore plus difficile de ne pas en faire.

Le sénateur Massicotte : J'ai vu que la Banque du Canada a fait quelques commentaires, il y a deux semaines, sur les fiducies de revenus canadiennes. Vous avez observé que les fiducies de revenus offrent des avantages à l'économie canadienne. Pouvez-vous nous parler brièvement des bienfaits que vous y voyez?

M. Dodge : Je pourrais en parler pendant quelques minutes parce que l'article dans le *Globe and Mail*...

[Traduction]

Le président : C'est une question importante pour nous, alors prenez votre temps parce que je suis certain qu'il y aura des questions supplémentaires là-dessus.

M. Dodge : Je vais reprendre depuis le début. L'article publié dans le *Globe and Mail* que vous avez probablement lu la semaine dernière sur ce que nous avons dit à notre conférence de presse n'était pas erroné, mais il faut bien dire qu'il présentait les choses sous un angle assez particulier et que ce n'était vraiment pas notre intention.

Last June, in our financial system report, we published the results of the work we had done on this. To make it clear, I would like to recap what we said.

First, we said that income trusts exhibit characteristics different from those of common stocks. Limited evidence suggests that income trusts may enhance market completeness by providing diversification benefits to investors and a source of financing to firms that might not otherwise have access. That was number one.

We said that income trusts are more similar to stocks and bonds, but that they have a risk return characteristic sufficiently different from either equities or bonds to allow investors to achieve portfolio risk-return combinations not otherwise available. In our language, they made markets more complete and, hence, were a good additional instrument for markets to have.

We concluded that there are still areas where standards for trusts are not equivalent to those for corporations. We noted, in particular, two areas that need improvement — those related to accounting and those related to corporate governance.

That is what we said. It is a little different than the headline that was in the paper, which said, “Dodge Touts Trusts’ Benefit.” That is the work we actually did.

We have not done work on how income trusts affect overall Canadian economic performance or productivity. We will not be doing that work. Indeed, that work is incredibly difficult to do. You can ask others to do it, but recognize that it is just very difficult to reach any firm conclusions.

Finally, none of the work we have done relates to the appropriateness of all of the tax system as it relates to the incentives to operate either in the form of an income trust or in the form of a corporation. We have done no work on that. None of what we have done should be taken to say that we think that the current tax system — taken in its entirety — is necessarily ideal.

The only principle here that you, as legislators, should bear in mind is that to the extent that the overall tax system provides a big incentive to use one form of organization as opposed to another, it may well be that businesses and their shareholders choose a form of organization that may not be absolutely ideal, and not the one that they would choose were there no total incentives in the tax system to choose that. However, we have done no work on that and we cannot aid you in any deliberations you may have on the matter.

En juin dernier, dans notre rapport sur le système financier, nous avons publié les résultats des travaux que nous avons faits là-dessus. Pour que ce soit bien clair, je voudrais récapituler ce que nous avons dit.

Premièrement, nous avons dit que les fiducies de revenu présentent des caractéristiques différentes de celles des titres boursiers ordinaires. Certains faits donnent à penser que les fiducies de revenu peuvent enrichir le marché et le rendre plus complet en offrant aux investisseurs des possibilités de diversification et aux entreprises une source de financement à laquelle elle n’aurait peut-être pas accès autrement. C’est le premier point.

Nous avons dit que les fiducies de revenu ressemblent davantage aux titres boursiers et aux obligations, mais qu’elles ont des caractéristiques de rendement et de risques suffisamment différentes des titres boursiers ou des obligations pour permettre aux investisseurs de créer des portefeuilles présentant des combinaisons de risque et de rendement qui ne seraient pas disponibles autrement. Dans notre langage, ces fiducies rendaient les marchés plus complets et, par conséquent, étaient un bon instrument additionnel à la disposition des marchés.

Nous avons conclu qu’il y a encore des secteurs où les normes pour les fiducies ne sont pas l’équivalent de celles qui s’appliquent aux sociétés. Nous avons signalé en particulier deux domaines où des améliorations s’imposent : en matière de comptabilité et de gouvernance des sociétés.

Voilà donc ce que nous avons dit. C’est un peu différent de la manchette publiée dans le journal, qui disait « Dodge vante les avantages des fiducies ». Voilà les travaux que nous avons faits en réalité.

Nous n’avons pas fait de travaux pour vérifier comment les fiducies de revenu influent globalement sur le rendement économique ou la productivité du Canada. Nous n’avons pas fait de travaux là-dessus. En fait, ce serait extraordinairement difficile. Vous pouvez demander à d’autres de s’en charger, mais soyez bien conscient qu’il est très difficile de dégager des conclusions le moins fermes.

Enfin, aucun des travaux que nous avons faits ne porte sur l’adéquation de l’ensemble du régime fiscal pour ce qui est de l’incitation à mener ces activités dans le cadre d’une fiducie de revenu ou d’une société. Nous n’avons pas fait de travaux là-dessus. Rien de ce que nous avons fait ne doit être interprété de manière à dire que nous croyons que le régime fiscal actuel, pris globalement, est nécessairement idéal.

Le seul principe dont vous devriez tenir compte, à titre de législateurs, c’est que dans la mesure où le régime fiscal, globalement, encourage fortement à utiliser une forme d’organisation par opposition à une autre, il est bien possible que les entreprises et leurs actionnaires choisissent en conséquence une forme d’organisation qui n’est peut-être pas absolument idéale, et qui n’est pas celle qu’ils choisiraient s’ils n’y étaient pas incités par le régime fiscal. Cependant, nous n’avons pas fait de travaux sur cette question et nous ne pouvons pas vous aider dans vos éventuelles délibérations là-dessus.

The Chairman: I will allow other senators to ask supplemental questions on this topic of income trusts. Perhaps they could ask their questions and then you could respond to all of them before we move to another topic.

The reason for this is that the deputy chair and I have been discussing and will continue to discuss tomorrow what we intend to do on income trusts. We will decide tomorrow and then recommend to our committee what will be our follow-up.

Senator Goldstein: I have a number of questions, which I will come to in due course. What is your view of the effects of the pressure to distribute virtually all income out of the income trusts on research and development within the Canadian economy?

Senator Massicotte: I refer to Jack Mintz, who is an expert on the taxation side. His summary article showed there is no tax difference on the individual side regarding the gain or benefit to the Canadian taxpayers. Where there is a significant difference is the pension funds' own trust units, as well as individuals who own it in RRSPs, for approximately \$1.1 billion today.

Is there a public policy interest to tax or remove that incentive to those two players? Given that they already benefit from no capital tax and no income tax, should we go further to make sure everybody is on the same scale? Should we make it equal to all of them?

[Translation]

Senator Biron: To follow up on the question by Senator Goldstein, there will not only be a long- or medium-term reduction in profit distribution, but they will also have difficulty reinvesting in research and in improving productivity. They will also become vulnerable to competition from companies in the U.S. and other countries.

[English]

Senator Moore: I am glad you raised that article, governor, because I happened to bring it with me. In it, you are quoted as saying,

The work we have done in terms of capital markets, per se, is that probably, on balance, income trusts make capital markets somewhat more complete and somewhat more efficient.

I would like you to explain how trusts make the markets more complete. I understand it is another vehicle for raising money, but beyond that, how do trusts make the market more efficient?

[Translation]

Senator Hervieux-Payette: As members of the committee, we are always particularly concerned about public interest, and I suppose the Governor of the Bank of Canada would have similar concerns.

Le président : Je vais permettre à d'autres sénateurs de poser des questions supplémentaires sur cette question des fiducies de revenu. Peut-être pourraient-ils poser leurs questions, après quoi vous y répondriez globalement avant qu'on passe à un autre sujet.

La raison en est que le vice-président et moi-même avons discuté et continuerons de discuter demain de ce que nous entendons faire à propos des fiducies de revenu. Nous en déciderons demain et nous ferons alors une recommandation au comité quant au suivi.

Le sénateur Goldstein : J'ai plusieurs questions que je vais poser en temps voulu. Quel est votre avis quant aux conséquences des pressions visant à consacrer la quasi-totalité des revenus tirés des fiducies de revenu à la R-D dans l'économie canadienne?

Le sénateur Massicotte : Je me reporte à Jack Mintz, qui est un expert en fiscalité. Son article montre qu'il n'y a aucune différence fiscale sur le plan individuel en ce qui a trait à l'avantage pour les contribuables canadiens. Cela fait une différence notable au chapitre des unités des fiducies détenues par les caisses de retraite, et aussi par les particuliers qui les possèdent par l'entremise de leurs REER, pour un total d'environ 1,1 milliard de dollars aujourd'hui.

Serait-il dans l'intérêt public d'imposer ou de supprimer cette incitation pour ces deux intervenants? Étant donné qu'ils sont déjà avantagés en ne payant pas d'impôt sur le capital ni d'impôt sur le revenu, devrions-nous aller plus loin en faisant en sorte que tous soient placés sur le même pied?

[Français]

Le sénateur Biron : Pour faire suite à la question du sénateur Goldstein, non seulement il y aura, à plus long ou moins long terme, une diminution en distribuant leurs profits, mais ils vont avoir de la difficulté à réinvestir pour la recherche et aussi pour améliorer leur productivité et, finalement, ils vont devenir vulnérables face à la compétition avec les compagnies américaines et les compagnies sur le marché mondial.

[Traduction]

Le sénateur Moore : Je suis content que vous ayez évoqué cet article, monsieur le gouverneur, parce qu'il se trouve que j'en ai le texte ici. On vous cite en ces termes :

D'après les travaux que nous avons faits sur le marché des capitaux, on peut dire que, probablement, dans l'ensemble, les fiducies de revenu rendent les marchés des capitaux un peu plus complets et un peu plus efficaces.

Je voudrais que vous nous expliquiez en quoi les fiducies rendent les marchés plus complets. Je comprends que c'est un autre outil permettant d'amasser de l'argent, mais à part cela, en quoi les fiducies rendent-elles le marché plus efficace?

[Français]

Le sénateur Hervieux-Payette : C'est surtout la question d'intérêt public qui nous concerne comme membres du comité, et je suppose que c'est un peu la même chose pour le gouverneur de la Banque du Canada.

Do you believe that the risk analysis on this vehicle, which is supposed to be complementary, is properly done? It would seem that titles, or unit investments of this nature would be more popular with retirees. If you cannot provide the yield sold at the time the unit is purchased, the cost or price paid will drop as well; at that time, the retiree loses his investment and his income drops. How can we as lawmakers protect the people who would invest a significant portion of their savings and who will have no opportunity to make losses up later? This vehicle is used particularly for retirees. I am not particularly worried about people who are younger and understand the risks they are taking, but I do wonder whether this kind of rush to invest in a cause like these will not increase the risk for our aging population.

[English]

The Chairman: We will return to this subject. I hope that you can be cogent in your responses. You have been asked capacious questions. I thought they were short; they are not. Please do your best to sum up so that we can move to another topic. We will return to this, as obviously committee members are intensely interested in pursuing this topic.

Mr. Dodge: Let me turn first to the issue of completeness and investor protection. We will ensure that you all get copies of our brief. What we meant by "completeness" is that, for investors, an income trust is different in terms of its risk characteristics from either an equity or a bond. It may well be that for certain investors, the particular risk characteristic that surrounds an income trust is quite attractive. It can fill a niche to make markets more complete in that regard and it may allow some issuers who could not otherwise do so to tap the capital market. That is what we meant by "completeness." I do, however, urge you to read the brief in its entirety.

In terms of protection of investors, we do worry on the accounting side. There are no standards for distributable cash. The accounting industry and IDA, the Investment Dealers Association of Canada, are working on this because it provides information on a comparable basis that the ordinary citizen managing his or her investments in an RRSP needs to have. That would go a long way.

Beyond that, the straight investor protection, in terms of representation, is a matter for securities commissions. Certainly the Ontario Securities Commission, and I think many others as well, are working very hard on this issue, so it would be worthwhile talking to them.

Turning to the two more difficult questions, the impact on research and development and the impact on machinery and equipment, we are not competent to talk about those, and in abstract, it is really not possible to talk about them. As I said

Pense-t-il que l'analyse de risques sur ce véhicule, qui se veut complémentaire, est bien faite ? Parce qu'il semblerait que ce type de titre ou d'investissement d'unité serait plus populaire auprès des retraités. En cas d'impossibilité de donner le rendement qui est vendu au moment où on achète l'unité, le coût ou le prix payé aussi va diminuer; à ce moment, le retraité perdra son investissement et perdra également sur son revenu. Comment pourrait-on, nous, comme législateurs, protéger les gens qui y mettraient une bonne partie de leurs économies et qui n'auraient pas la chance de se rattraper plus tard? C'est un véhicule qui est surtout utilisé pour les retraités. Je ne m'inquiète pas particulièrement pour les gens qui sont dans la force de l'âge et qui comprennent le risque qu'ils prennent, mais je me demande si ce genre de frénésie de se tourner vers ce domaine ne causera pas de risque pour notre population vieillissante.

[Traduction]

Le président : Nous reviendrons à ce sujet. J'espère que vous aurez des réponses pénétrantes. On vous a posé des questions pertinentes. Je croyais qu'elles seraient brèves; elles ne le sont pas. Veuillez faire de votre mieux pour résumer afin que nous puissions passer à une autre question. Nous y reviendrons car il est manifeste que les membres du comité sont fortement intéressés à approfondir cette question.

M. Dodge : Je vais d'abord aborder la question du marché « plus complet » et de la protection des investisseurs. Nous allons voir à ce que vous receviez tous copie de notre mémoire. Ce que nous avons voulu dire par « plus complet », c'est que pour les investisseurs, une fiducie de revenu est différente sur le plan de ses caractéristiques de risque, par rapport à un titre boursier ou une obligation. Peut-être bien que pour certains investisseurs, les caractéristiques particulières en matière de risque d'une fiducie de revenu sont très attrayantes. Cela peut occuper un créneau, rendant ainsi le marché plus complet à cet égard, et cela peut permettre à certains d'aller chercher des fonds sur le marché des capitaux alors qu'ils ne le pourraient pas autrement. C'est ce que nous voulions dire par « plus complet ». Je vous exhorte toutefois à lire intégralement le mémoire.

Quant à la protection des investisseurs, nous sommes préoccupés par l'aspect comptabilité. Il n'y a aucune norme pour la distribution de l'argent. La communauté des comptables et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières font des travaux sur cette question parce que cela permet d'obtenir des renseignements, sur une base comparable, dont ont besoin les citoyens ordinaires qui gèrent leurs investissements dans un REER. Cela aiderait beaucoup.

À part cela, la protection de l'investisseur, en termes de représentation, est une affaire qui concerne les commissions des valeurs mobilières. Chose certaine, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario déploie beaucoup d'efforts dans ce domaine, et je pense que beaucoup d'autres en font autant, et il vaudrait donc la peine que vous discutiez avec eux.

Je passe maintenant aux deux questions plus difficiles, à savoir l'impact sur la R-D et l'impact sur les machines et l'équipement. Nous ne sommes pas compétents pour en parler et, de manière abstraite, ce n'est vraiment pas possible d'en discuter. Comme je

earlier, an income trust is an appropriate vehicle in a number of circumstances, as long as the incentives to choose that vehicle are not so strong that an inappropriate vehicle gets chosen. That is the real issue here, and that is difficult for me to comment on.

However, it is true, as the senator has said, that tax exempts and foreigners face a rather different set of incentives or net returns than does the individual Canadian investing outside of his or her RRSP. That is an obvious fact, but I cannot comment on what one might do about it.

The Chairman: Governor, thank you very much. As I say, we will return to this topic. Senator Eyton has a brief comment about it, and then he will open up, I hope, another pillar of questions.

Senator Eyton: Governor, I thought I understood you perfectly well when you made your original comments on income trusts, but I am pleased to hear you repeat them today and elaborate a little to give us a better understanding.

I generally understand income trusts very well, but what I took away from your comments was that there were some concerns about accounting treatment and corporate governance. I only make the point that both of those are issues apply not only to income trusts but also to share companies.

Mr. Dodge: Absolutely.

Senator Eyton: There is a trend today, particularly in the U.S., to attempt to retreat a little from some standards that were imposed on stocks and which are proving to be either difficult to work with or impractical. That is my comment on income trusts, and I will leave that topic now.

I have a short question, which is a repetition of a question that I put during similar sessions with you recently. Are there limits to consumer credit? I think I have asked this question of you in three of these sessions.

Senator Massicotte: You do not like the answer?

Senator Eyton: No, it is a very intelligent answer.

The Chairman: If you at first don't succeed, try, try, try again.

Senator Eyton: On every successive occasion when I asked the question, consumer credit has increased, and I understand that consumer credit is now at record levels.

Whether out of experience or empirically or instinctively, can you imagine some limit, some level of debt generally that could pose a problem for Canada and, of course, for you in your role at the Bank of Canada?

J'ai dit tout à l'heure, une fiducie de revenu est un outil approprié dans un certain nombre de circonstances, pourvu que l'incitation à choisir cet outil ne soit pas tellement forte qu'elle entraîne le choix du mauvais outil. Voilà le véritable problème, et il est difficile pour moi d'en parler.

Cependant, il est vrai, comme le sénateur l'a dit, que les étrangers et ceux qui sont exonérés d'impôt sont confrontés à des incitations plutôt différentes en matière de rendement net, par rapport aux Canadiens qui investissent ailleurs que dans leur REER. C'est une évidence, mais je ne peux pas vous en dire plus quant à savoir ce que l'on pourrait faire à ce sujet.

Le président : Monsieur le gouverneur, merci beaucoup. Comme je l'ai dit, nous reviendrons à ce sujet. Le sénateur Eyton veut faire un bref commentaire, après quoi j'espère qu'il abordera une autre série de questions.

Le sénateur Eyton : Monsieur le gouverneur, je pensais vous avoir parfaitement bien compris quand vous avez fait votre déclaration originale sur les fiducies de revenu, mais je suis heureux de vous entendre répéter vos observations aujourd'hui et donner de plus amples explications afin que nous vous comprenions mieux.

De manière générale, je comprends très bien les fiducies de revenu, mais j'ai compris de vos observations que l'on a certaines préoccupations relativement au traitement comptable et à la gouvernance. Je veux seulement faire observer que dans les deux cas, cela s'applique non seulement aux fiducies de revenu, mais aussi aux compagnies par action.

M. Dodge : Absolument.

Le sénateur Eyton : Il y a aujourd'hui une tendance, en particulier aux États-Unis, visant à faire marche arrière par rapport aux normes qui ont été imposées au titre boursier et qui se révèlent difficiles à appliquer ou impraticables. Voilà ce que j'avais à dire sur les fiducies de revenu et je vais maintenant passer à un autre sujet.

J'ai une brève question qui est en fait la répétition d'une question que j'ai posée à l'occasion d'une autre de vos récentes comparutions. Y a-t-il des limites au crédit à la consommation? Je pense vous avoir déjà posé cette question à trois reprises.

Le sénateur Massicotte : Vous n'aimez pas la réponse?

Le sénateur Eyton : Non, c'est une réponse très intelligente.

Le président : Quand on ne réussit pas du premier coup, on essaie de nouveau et sans relâche.

Le sénateur Eyton : À chaque fois que j'ai posé la question, le crédit à la consommation avait augmenté et je crois savoir qu'il se situe maintenant à un niveau record.

Que ce soit en vous fondant sur votre expérience, vos connaissances ou votre instinct, pouvez-vous imaginer une limite quelconque à partir de laquelle la dette poserait un problème pour le Canada et, bien sûr, pour vous-même dans votre rôle à la Banque du Canada?

Mr. Dodge: We have seen a levelling off of the rate of growth of household credit since 2005, and that is on the chart on page 22. It is still growing very fast, at about 10 per cent. Household debt relative to income is rising. Is there some limit to that? Part of the limit, of course, comes from what fraction of its income a household can devote to debt service. That debt now is about 125 per cent of household income.

At the same time, since 2000, the amount of household income that has gone to debt service has dropped from 8 per cent to about 6.5 per cent of household income. One cannot look at just the stock without looking at the ability to manage the flow.

One of the great advantages of our inflation targeting system is that it has given consumers and lenders the confidence that interest rates will stay within a reasonable bound as they look forward. The cost of servicing that debt is unlikely to go through the roof, unlike the situation, which you will well remember, in 1981 or in 1990. Quite rationally, households will take on board more debt in circumstances of low and relatively stable rates than they will in periods of high, and potentially explosively high, interest rates.

Our conclusion is that at the moment this is not, at least in aggregate, a worrisome situation for Canadian households or for lenders to Canadian households.

Mr. Jenkins: I will add a couple of additional thoughts. Another way of analyzing this is to think in terms of the household sector balance sheet, where you net off liabilities and assets to get down to a net worth for the household sector. In fact, the net worth of the household sector in Canada has been growing fairly steadily over a number of years now.

On your question, the issue really is the value of those assets against which you are holding those liabilities and whether there is anything you might see in the economy that would change that balance.

We do sensitivity analyses around this. For example, what would happen if interest rates went up in terms of the debt-service cost and the ability to finance those levels of debt? We have done quite a bit of analysis through that household sector balance sheet and concluded, as the Governor noted, that at the aggregate level we think the household sector is fairly secure from that perspective. However, we will continue to look at it, for the reasons you have cited.

Senator Eyton: I would like to hear your comments on globalization, particularly as it affects our financial world. I will point to two examples that can be found across our many sorts of financial institutions.

There is a trend for world exchanges to be merging or aggregating. If recent trends are an indication, I can foresee a time when there will be four or five major stock exchanges, and they will be located in New York, Tokyo, London and a couple other cities.

M. Dodge : On a constaté depuis 2005 un ralentissement du taux de croissance du crédit à la consommation, ce qui se trouve au tableau de la page 23. La croissance est encore rapide, à environ 10 p. 100. L'endettement des ménages par rapport au revenu augmente. Y a-t-il une limite? La limite tient bien sûr en partie à la fraction du revenu qu'un ménage peut consacrer au service de la dette. Cette dette représente maintenant environ 125 p. 100 du revenu des ménages.

En même temps, depuis 2000, la proportion du revenu des ménages qui est consacrée au service de la dette a diminué, passant de 8 p. 100 à environ 6,5 p. 100 du revenu des ménages. On ne peut pas s'attarder seulement au chiffre brut sans tenir compte de la capacité de gérer les liquidités.

L'un des grands avantages de notre système de ciblage de l'inflation est qu'il a donné aux consommateurs et aux prêteurs la confiance que les taux d'intérêt vont demeurer à l'intérieur d'une fourchette raisonnable dans un avenir prévisible. Le coût du service de la dette ne va probablement pas augmenter en flèche, contrairement à la situation qu'on a vue en 1981 ou en 1990 et dont vous vous rappelez bien. Tout à fait rationnellement, les ménages ont tendance à s'endetter davantage quand les taux d'intérêt sont bas et relativement stables que durant les périodes où les taux d'intérêt sont élevés et peuvent monter en flèche en tout temps.

Nous concluons que, à l'heure actuelle, il ne s'agit pas dans l'ensemble d'une situation préoccupante pour les ménages canadiens ou pour ceux qui leur consentent des prêts.

M. Jenkins : J'aimerais rajouter quelques observations. Vous pouvez également analyser cette question en étudiant le bilan du secteur des ménages, dans lequel vous soustrayez les dettes et les actifs pour parvenir à la valeur nette du secteur. La valeur nette du secteur des ménages canadiens croît de manière constante depuis plusieurs années.

Pour revenir à votre question, il faut étudier la valeur de l'actif par rapport aux dettes et voir s'il y a quelque chose dans l'économie qui pourrait changer cet équilibre.

Nous effectuons des analyses de sensibilité à cet effet. Ainsi, qu'arriverait-il si les taux d'intérêt augmentaient? Quelle incidence auraient-ils sur le service de la dette et la capacité de financer ces dettes? Nous avons étudié exhaustivement le bilan du secteur des ménages et conclu que, tel que l'a mentionné le gouverneur, au niveau de l'agrégat, ce secteur est relativement sûr. Nous allons néanmoins continuer à en faire le suivi, pour les raisons que vous avez mentionnées.

Le sénateur Eyton : J'aimerais que vous nous parliez de la mondialisation et de son incidence sur notre monde financier. Je donnerai deux exemples qui se trouvent dans nos nombreuses institutions financières.

Il existe une tendance pour les marchés boursiers mondiaux de se fusionner ou de se regrouper. Si ces tendances se maintiennent, le jour viendra où il y aura quatre ou cinq marchés boursiers principaux qui se trouveraient à New York, Tokyo, Londres et deux autres villes.

A second example is head offices of international companies that can readily locate in almost any part of the world. You mentioned earlier CVRD, a Brazilian company that has just completed a major transaction and acquired control of an old-time Canadian company. Xstrata recently acquired Falconbridge. I mention those examples as trends that I think impact many other institutions.

Does that international aspect of our financial world, taking all the trends together, constitute a problem for the role of the Bank of Canada?

Mr. Dodge: Those are extraordinarily good questions. With respect to the second example about head offices, we have no particular insight on that. With respect to the first example in terms of financial markets and the competition that Canadian financial markets have from New York, Chicago, London and Singapore, that is a very real issue for us because that competition is immense.

The question that comes back to you, as parliamentarians, is what governments can do in Canada through laws and regulations to create a comparative advantage here in Canada for our capital markets. We did that, as we have discussed before, after the Porter commission, and for a number of years we were ahead of the world. However, the world has moved very quickly over the last decade.

Your question is very important, and we need a rule-making mechanism that is relatively simple, uniform and appropriate for our needs to allow us to continue to compete in markets where we have very real expertise, such as the mining market. There is quite a bit that we can do, and we are on record in many places arguing for that. Those changes are not necessarily easy, but unless we move to gain a comparative advantage, the size of other markets will make it very difficult for us.

Your earlier comment on Sarbanes-Oxley, and particularly section 404, is very relevant. We did not write those complicated rules.

The Chairman: Governor, please tell the public what Sarbanes-Oxley is.

Mr. Dodge: I am speaking of the rules pursuant to the Sarbanes-Oxley Act on reporting and management of financial risk in corporations.

We were a little smarter, quite frankly, and that helped our markets. We must be equally smart in all areas of financial market regulation.

The Chairman: This committee shares your leadership in wanting to have at least one small comparative advantage in our country, and that is to have a single regulator. After all these years we still do not have a single regulator in this country, and we are the only modern democracy in the world that does not.

Un deuxième exemple serait celui des sièges sociaux d'entreprises internationales qui peuvent s'établir un peu n'importe où dans le monde. Vous avez mentionné la société brésilienne CVRD qui vient de terminer une transaction de taille et a pris le contrôle d'une société canadienne établie depuis longtemps. Xstrata a récemment acquis Falconbridge. Ces exemples sont des tendances qui se retrouvent dans de nombreuses autres institutions.

Est-ce que cet aspect international de notre monde financier, en rassemblant toutes ces tendances, crée un problème pour le rôle de la Banque du Canada?

M. Dodge : Ces questions sont extrêmement pertinentes. En ce qui concerne votre deuxième exemple sur les sièges sociaux, nous ne pouvons pas vous éclairer sur cette question. Pour ce qui est des marchés financiers et de la concurrence à laquelle font face les marchés financiers canadiens par rapport à New York, Chicago, Londres et Singapour, c'est un enjeu de taille puisque la concurrence est énorme.

Vous devez vous demander, en tant que parlementaires, ce que les gouvernements canadiens peuvent faire par l'entremise des lois et des règlements pour créer un avantage comparatif au Canada pour nos marchés financiers. Nous l'avons fait, ainsi que nous l'avons mentionné suite à la Commission Porter, et pendant plusieurs années nous avons une longueur d'avance sur le monde. Toutefois, au cours de la dernière décennie, le monde a changé très rapidement.

Votre question est très importante. Nous avons besoin d'un mécanisme décisionnel qui soit relativement simple, uniforme et adapté à nos besoins, afin de nous permettre de continuer à être concurrentiels sur des marchés où nous jouissons d'une véritable spécialisation, tel que le marché minier. Nous pouvons faire encore beaucoup de choses. Nous avons fait la promotion de cette idée à de nombreuses réunions. Ces modifications ne sont pas nécessairement faciles, mais à moins que nous ne tentions d'obtenir un avantage comparatif, la taille des autres marchés va nous rendre la tâche très difficile.

Vous aviez mentionné l'article 404 de la loi Sarbanes-Oxley, et c'est particulièrement pertinent. Nous n'avons pas rédigé ces règles compliquées.

Le président : Monsieur le gouverneur, veuillez réexpliquer au public ce qu'est la loi Sarbanes-Oxley.

M. Dodge : Je parle des règles de la loi Sarbanes-Oxley qui traitent de la gestion du risque financier dans les sociétés.

Nous avons été un peu plus intelligents et, en toute honnêteté, cela a aidé nos marchés. Nous devons être aussi intelligents dans tous les domaines de la réglementation des marchés financiers.

Le président : Nous voulons également que le Canada ait au moins un petit avantage comparatif, soit celui d'avoir un seul organisme de réglementation. Après toutes ces années, nous n'avons toujours pas d'organisme de réglementation au Canada, nous sommes la seule démocratie moderne au monde qui n'en ait

This is one of our passions, which we share with you. We will exert our influence as best we can to achieve that goal. It is difficult, but we are working on it.

Senator Goldstein: I first have a supplementary question with respect to one of the answers that you gave, Mr. Jenkins, on net household equity. You indicated that equity on balance has gone up over the years to a level where you have no concern. If interest rates were to rise, that would be a problem because of the cost of servicing the debt, but would it not also be true that a substantial amount of the net household equity of which you speak is housing, and if that market bubble, as some call it, were to diminish, would that have a potentially disastrous effect on net household equity?

Mr. Jenkins: Yes, senator, you have touched on two very key points. Going back to my earlier remarks, dealing first with the issue of debt service costs, as I noted, we have done sensitivity analyses looking at the household sector balance sheet and asking, if interest rates were to go up by 100 or 200 or 300 basis points, what that would do to the debt service levels that households are currently facing. Even with those sorts of increases, you still see debt service levels remaining very low relative to the experiences we had in the 1970s and 1980s. We cannot forget that the product of that is the low inflation environment we have been able to achieve, because that is what helps keep interest rates low and stable. They will go up and down as economic conditions change, but when you think about a five-year mortgage rate they are incredibly more stable than they were in those periods of boom and bust associated with inflation. We look at that because, as you pointed out, it is a very important aspect.

On the asset side, the other element is how those assets are being valued, in this case in the housing market. Yes, there are some markets where the rates of increase of house prices are very high. That is the case in most of Alberta. Do these pose a risk from a macroeconomic point of view? Our conclusion is that they do not when we add it all up from a national perspective, but at the same time individuals need to be very much aware of the debt levels they are taking on and the implications of those debt levels. They must ensure that they are not doing it for speculative reasons and get themselves over-indebted. That is clearly a risk and you want to do what you can to avoid it.

From our perspective looking across the country, from a macroeconomic or a financial stability perspective, we think the situation is reasonably good.

Senator Goldstein: To what extent does the exchange rate between the Canadian and American dollars play a role in your decision to change your target for the overnight interest rate? If the relative value of the Canadian dollar is a factor in setting the rate, is it because of its effect on economic growth or on inflation or both?

Mr. Dodge: There is interaction between growth and inflation, do not forget.

pas. Cette question nous passionne. Nous allons user de notre influence du mieux qu'on peut pour atteindre cet objectif. C'est difficile, mais nous nous y employons.

Le sénateur Goldstein : J'aimerais poser une question supplémentaire par rapport à une des réponses que M. Jenkins a données sur la valeur nette des ménages. Vous avez indiqué qu'en règle générale la valeur des ménages a augmenté au cours des années pour atteindre un niveau qui ne vous préoccupe plus. Si les taux d'intérêt augmentaient, cela serait un problème en raison des coûts reliés au service de la dette. N'est-il pas également vrai qu'une partie importante de la valeur nette des ménages se rapporte au logement? Et, si cette bulle, telle que l'appellent certains, éclatait, ça pourrait avoir une incidence désastreuse sur la valeur nette des ménages.

M. Jenkins : Vous avez soulevé deux points très importants. J'aimerais revenir à ce que je mentionnais tout à l'heure, et parler des coûts reliés au service de la dette. Nous avons effectué des analyses de sensibilité en étudiant le bilan du secteur des ménages et en nous posant la question suivante : si les taux d'intérêt augmentaient de 100, 200 ou 300 points, quelle incidence est-ce que cela aurait sur les niveaux du service de la dette auxquels font face les ménages en ce moment? Même si de telles augmentations avaient lieu, les niveaux du service de la dette demeureraient très bas par rapport à ce qu'on a connu dans les années 1970 et 1980. N'oubliez pas que nous avons réussi à créer un milieu avec des faibles taux d'inflation, car c'est ce qui permet de maintenir les taux d'inflation faibles et stables. Ils vont fluctuer en fonction de la conjecture, mais les taux hypothécaires sur cinq ans sont beaucoup plus stables qu'ils ne l'étaient dans les périodes où l'inflation fluctuait considérablement. Nous étudions cette question car elle est très importante.

En ce qui concerne l'actif, la valeur est liée au marché du logement. Il existe des marchés où le taux d'augmentation du prix des maisons est très élevé. C'est le cas dans une grande partie de l'Alberta. Est-ce un risque macroéconomique? Elle ne pose pas de risque du point de vue national, mais les gens doivent comprendre l'incidence des dettes qu'ils encourent. Ils doivent s'assurer de ne pas le faire à des fins de spéculation et de se surendetter. C'est un risque qu'il faut éviter.

Nous estimons qu'au Canada, du point de vue macroéconomique ou de la stabilité financière, la situation est raisonnablement bonne.

Le sénateur Goldstein : Dans quelle mesure le taux de change entre le dollar canadien et américain influe-t-il sur la fluctuation du taux de financement à un jour? Si la valeur relative du huard joue un rôle dans l'établissement du taux, est-ce en raison de son incidence sur la croissance économique, sur l'inflation, ou sur les deux?

M. Dodge : Il n'y a pas d'interaction entre la croissance et l'inflation, ne l'oubliez pas.

We tried to set out the answer to that precise question in our January 2005 monetary policy report. We may have oversimplified, but essentially we said that there are exchange movements that are largely driven by real factors. When demand for Canadian goods and services increases and the exchange rate moves up, the movement up in the exchange rate does something in terms of offsetting the additional demand; exchange rates are then moving in the right direction in terms of controlling inflation.

That is one type of movement you can observe. The other is an autonomous movement in the Canadian dollar that is unrelated to what is going on with demand for Canadian goods and services. At that point, that autonomous movement would have an impact and would cause us to react in terms of monetary policy. It is not either demand for goods and services or inflation, it is the inflation that comes about because of excess demands for goods and services or the threat of falling below our inflation target that comes from an output gap or deficiency in demand for goods and services.

Senator Goldstein: This morning you spoke of the need for the province of Ontario — and I take that to mean not only the province, but Canada as a whole — to develop a human and physical infrastructure to increase the efficiency and the productivity of our economy. Can you share with us your thoughts on how you think a government should balance its efforts between promoting growth through tax reduction on the one hand and promoting it through targeted spending by governments to develop human and fiscal capital on the other? How are those interrelated? What is the better combination of ways to help the economy more efficiently and productively?

Mr. Dodge: That is a question you must ask the Minister of Finance.

Senator Goldstein: Give us your thinking anyway.

Mr. Dodge: I do not think that that is really appropriate. At the bank, we look very hard at the impact of fiscal balance on what we do. It is absolutely integrated. We talk a lot about that because it goes to the heart of our business. Over the next 18 to 24 months, that has to be a key part.

Concerning the structural issues, while we are happy to talk about what affects financial markets and what affects the very long term, we just do not think it is appropriate to get into the domain of the Minister of Finance. I will not give you a commentary on that.

Senator Goldstein: That is fair.

You will probably not want to provide an answer to this question, but it concerns a number of us here. I am referring to the increasing shortfall of pension funds in medium and large corporations in Canada to satisfy their pension payment requirements over time. Have you or your bank done any studies on that topic that you could share with us?

Mr. Dodge: Unlike the previous question, this one has a major impact on financial markets, and we spend a fair bit of time considering it. It is very important because the great bulk of private savings for the ordinary worker will come either through a

Nous avons tenté de répondre à cette question dans notre *Rapport sur la politique monétaire* de janvier 2005. Nous avons peut-être trop simplifié la chose, mais nous avons dit qu'il y a des mouvements de change qui sont motivés par des facteurs réels. Lorsque la demande pour des biens et services canadiens augmente, le taux de change augmente aussi, la croissance du taux de change contrecarre la demande additionnelle. Les taux de change sont alors dans la bonne direction pour ce qui est de contrôler l'inflation.

C'est un type de mouvement qu'on peut constater. Il existe également un mouvement autonome dans le huard qui n'est pas relié à la demande de biens et services canadiens. Ce mouvement autonome peut avoir une incidence et pourrait nous obliger à rajuster la politique monétaire. Ce n'est pas la demande pour des biens et services ou l'inflation, c'est l'inflation survient en raison des demandes excédentaires de biens et services ou la menace de se retrouver en deçà de notre objectif en matière d'inflation résultant d'un écart de production d'une insuffisance de la demande de biens et services.

Le sénateur Goldstein : Vous avez parlé ce matin de la nécessité pour l'Ontario — et j'imagine que vous parlez du Canada également — de créer une infrastructure humaine et physique pour améliorer la productivité de notre économie. Pouvez-vous nous dire comment le gouvernement devrait équilibrer ses efforts entre la promotion de la croissance par le biais d'un allègement fiscal ou par le biais de dépenses gouvernementales ciblées pour générer un capital financier et humain? Comment peut-on relier ces deux méthodes? Quel est le meilleur moyen de rendre l'économie plus efficace et productive?

M. Dodge : Vous devriez poser cette question au ministre des Finances.

Le sénateur Goldstein : J'aimerais connaître votre opinion.

M. Dodge : Je ne crois pas vraiment que ce soit approprié. Nous étudions à la banque l'incidence de l'équilibre fiscal sur ce que nous faisons. C'est complètement intégré. Nous en parlons beaucoup parce que ça touche l'essentiel de nos affaires. Cela va jouer un rôle important au cours des 18 à 24 prochains mois.

En ce qui concerne les questions structurelles, bien que nous soyons ravis de discuter des conditions qui ont une incidence sur les marchés financiers à court et à long terme, nous ne croyons pas qu'il soit approprié de discuter d'enjeux qui relèvent du ministre des Finances. Je ne peux pas fournir d'observations à cet effet.

Le sénateur Goldstein : D'accord.

Vous n'allez peut-être pas vouloir répondre à la prochaine question, elle concerne plusieurs d'entre nous. J'aimerais parler du manque à gagner croissant des fonds de pension dans les sociétés de moyenne et de grande taille au Canada pour répondre à leurs exigences en matière de paiement des pensions au fil du temps. Est-ce que votre banque a effectué des études à cet effet?

M. Dodge : Contrairement à votre question précédente, celle-ci a une incidence considérable sur les marchés financiers. Nous avons donc étudié ce sujet. C'est très important puisqu'une partie substantielle des économies personnelles des travailleurs

pension fund — and that is a huge pool of capital for us — or through his or her individual savings plan. Historically, the pension funds have covered about 45 per cent or so of Canadian workers and accounted for more than one third of the pool of savings. Obviously it is a general concern, but from a capital markets point of view it is a big concern.

We have laid out a number of issues here that we think deserve attention relating to solvency standards, how we estimate liabilities, how we deal in an even-handed way to allow services to build up in good times, maybe draw down in poor times, and so on. I do not want to take the time of the committee this afternoon, but there are many issues here. It is very important for the functioning of our capital markets, and even more important for the future of our workers, that we get this right. We have had a drift, because of court decisions or other decisions, that has given a huge bias to corporations to not enter into defined benefits plans. That has deteriorated the efficiency of our capital markets.

Senator Harb: Thank you very much for your excellent presentation. Mr. Dodge, throughout your monetary policy report, you talk about the global imbalance and potential risk and how, if there is no further action is taken then, there might be some negative consequences to the economy. I presume that in this particular case you are referring mainly to the North American economy and probably the European economy.

When we talk about the trading system in general, and surplus and deficit and overall, normally we talk about trade in goods, trade in services and investment as part of a trading that takes place, whether by the same company or different companies. I am struck by the fact that finance ministers, trade ministers and industry ministers around the world have not come to grips with the truth that the private sector is miles ahead of them. A corporation might be located in the U.S. but it may have a division that produces goods for them in China, Europe or anywhere else. While the corporation may have its head office in the United States, the administration is done elsewhere, for example through branch plants located in India or elsewhere.

When we talk about global imbalance, I am not sure if we need to look seriously and generally at those three elements. I would like to hear your comment on that. If we ask anyone, “Do you know about the investment balance between countries,” we get different answers. When we ask, “Are the services there,” we get different answers. If we ask about services, we hear, “No, we do not account for services. We don’t know how much services we do back and forth.” There is money in all three components, but statistically we do not seem to have much around us.

Mr. Dodge: That question has a great deal to it, senator. I do not think I will be able to deal with it adequately. The current account, which Mr. Jenkins and I tried to address earlier, is trade in goods and services; that is all current transactions including

ordinaires proviennent soit de leurs fonds de pension — c’est un bassin de capital important pour nous — soit de leurs régimes de retraite. Historiquement, les fonds de pension ont couvert environ 45 p. 100 des travailleurs canadiens et représenté plus d’un tiers de l’épargne. Cela représente de toute évidence une préoccupation générale, ainsi qu’une préoccupation de taille pour les marchés financiers.

Nous avons parlé de plusieurs enjeux reliés aux normes de solvabilité, à notre évaluation des dettes, et sur notre manière équitable de permettre aux services de croître lorsque ça va bien et de décroître lorsque ça va mal. Je ne voudrais pas épuiser tout le temps du comité cet après-midi, car les enjeux sont nombreux. Nous devons faire les choses de la bonne manière pour que nos marchés financiers fonctionnent bien et pour garantir l’avenir de nos travailleurs. Il y a eu relâchement, en raison de décisions prises par les tribunaux et d’autres décisions, qui ont fait en sorte que les sociétés n’étaient pas obligées d’adhérer à des régimes de retraite à prestations déterminées. Cela a détérioré l’efficacité de nos marchés financiers.

Le sénateur Harb : Merci beaucoup. Votre exposé était excellent. Monsieur Dodge, dans votre *Rapport sur la politique monétaire*, vous parlez du déséquilibre mondial et du risque potentiel. Vous indiquez que si nous restons immobiles, il y aura des répercussions négatives sur l’économie. J’imagine que vous parlez de l’économie nord-américaine et peut-être de l’économie européenne.

Lorsque nous parlons des échanges commerciaux en général, de même que des excédents et des déficits, nous parlons habituellement du commerce des biens, des services et des investissements effectués par une seule société ou plusieurs sociétés. J’ai été étonné que les ministres des Finances, du Commerce et de l’Industrie dans le monde n’aient pas accepté que le secteur privé ait des longueurs d’avance sur eux. Une société peut être établie aux États-Unis, mais avoir une section qui produit des biens pour elle en Chine, en Europe ou ailleurs. Bien que la société puisse avoir son siège social aux États-Unis, l’administration peut se faire ailleurs, par le truchement de succursales en Inde ou ailleurs.

Lorsque nous parlons de déséquilibre mondial, je ne suis pas convaincu qu’il faille étudier plus sérieusement et généralement ces trois éléments. J’aimerais savoir ce que vous en pensez. Si nous demandons à diverses personnes si elles connaissent l’équilibre des investissements entre les pays, nous recevrons des réponses différentes. Si nous leur demandons s’il y a des services, nous recevrons des réponses différentes. Et si nous posons des questions sur les services, elles nous répondraient qu’elles ne tiennent pas compte des services et ne suivent pas tous ces échanges de services. Il y a de l’argent dans les trois composantes, mais statistiquement on ne semble pas en avoir beaucoup autour de nous.

M. Dodge : Votre question est très vaste, sénateur, je ne crois pas pouvoir y répondre adéquatement. Le compte courant, dont M. Jenkins et moi avons tenté de parler plus tôt, se trouve dans le commerce des biens et des services. Cela inclut toutes les

remittances, et cetera. The capital account is the other side. Obviously, if you are running a deficit on the current account, someone has to be making investment, either buying your bonds or buying your companies, because, in the end, accounts do balance.

Obviously, you have to look at both sides of the ledger. Potential disruption on the capital account side could well be one of the those disorderly adjustments we talk about, whereby for example people stop buying U.S. bonds and so the U.S. dollar bottoms and markets come to a halt. We saw what happened in Asia in 1997 when a big mismatch occurred in the currencies that they borrowed and lent. That was a capital account problem that led to an enormous retrenchment on the current account side.

It is complex and we cannot answer your questions quickly. An extraordinarily interesting paper given at the Jackson Hole conference this year pointed out that we have had a globalization of the provision of components. It is not so much necessarily trade in goods or trade in the final services but rather trades in the business services or components that go into the goods and services. It is more complex but the result in terms of the current account is the same issue.

Mr. Jenkins: That touches on the main point. It is highly complicated, as Mr. Dodge pointed out. The current account framework that we use tries to capture these elements. We take some degree of comfort that the numbers we work do reflect those flows in aggregate. Even if a corporation might go to China to produce goods and services or another component, we feel that that would get picked up in these trade flows we talked about, which lead to these imbalances. There are always measurement errors and issues. We talked about it in the context of productivity, for example. You need to bring judgment to bear on it but from the point of view of running monetary policy, we think that we have the information that enables us to make sound decisions.

Senator Harb: You have lowered your projection for 2006 to 2.8 per cent. Was it yesterday or the day before that a statement was made to the effect that the surplus has almost doubled? I would like to know whether that surplus would be reflected in those figures. Would the latest figure be considered?

Mr. Dodge: As we said earlier, governments tax nominal incomes, not real incomes. There can be large differences in the rate of growth of nominal income and real income because of changes in terms of trade. Indeed, it is interesting to look at those numbers, senator. For example, in 2003 we had nominal income growing at 5 per cent; in 2004 it was 6 per cent; in 2005 it was 6 per cent; looking forward in 2006, we think it will probably be only be 5 per cent; and in 2007 it will likely be only 4 per cent. That is consistent with the real growth numbers that we gave you.

transactions actuelles, dont les remises, et cetera. Le compte financier se trouve à être l'autre aspect. Si vous affichez un déficit dans votre compte courant, quelqu'un doit être en train de faire un investissement, soit en achetant vos obligations ou vos sociétés. En effet, en bout de ligne, les comptes s'équilibrent.

Il faut aussi voir les deux côtés de la médaille. Une interruption potentielle du côté financier pourrait provenir d'un des ajustements désordonnés dont nous parlions, où les gens arrêtent d'acheter des obligations américaines et le dollar américain chute et les marchés s'arrêtent. Nous avons vu ce qui s'est passé en Asie en 1997, lorsqu'il y a eu un important décalage entre les monnaies qu'ils empruntaient et prêtaient. C'est un problème du compte financier qui a mené à un énorme repli du compte courant.

C'est une situation complexe et nous ne pouvons pas répondre à vos questions en quelques mots. À la conférence qui s'est tenue à Jackson Hole cette année, un exposé extrêmement intéressant indiquait qu'il y avait eu mondialisation de ces composantes. Il ne s'agit pas nécessairement du commerce des biens ou de celui des services finals, mais plutôt du commerce des services d'affaires ou des composantes qui entrent dans les biens et services. C'est plus complexe, mais c'est le même résultat pour le compte courant.

M. Jenkins : Cela revient à ma question principale. Tel que l'a mentionné M. Dodge, c'est extrêmement compliqué. Le cadre du compte courant que nous utilisons tente de cerner ces éléments. Cela nous reconforte de savoir que les chiffres auxquels on travaille se retrouvent dans l'agrégat. Même si une société peut aller produire ses biens et services ou une autre composante en Chine, nous croyons que cela se retrouverait dans les flux commerciaux dont nous parlions, qui mènent à des déséquilibres. Il y a toujours des erreurs d'évaluation et d'autres problèmes. Nous en avons notamment parlé dans le contexte de la productivité. Il faut exercer son jugement, mais du point de vue de la politique monétaire. Nous estimons que nous avons les renseignements nécessaires pour prendre des décisions éclairées.

Le sénateur Harb : Vous avez abaissé à 2,8 p. 100 votre prévision pour 2006. Était-ce hier ou avant-hier qu'on a annoncé que l'excédent avait presque doublé? J'aimerais savoir si cet excédent se reflète dans ces chiffres. Avez-vous pris en considération le dernier chiffre?

M. Dodge : Comme nous le disions tout à l'heure, les gouvernements imposent le revenu nominal, non pas le revenu réel. Il peut y avoir un large écart entre le taux de croissance du revenu nominal et celui du revenu réel en raison de variations dans les échanges. En fait, il est intéressant d'examiner ces chiffres, monsieur le sénateur. Par exemple, en 2003, le taux de croissance du revenu nominal était de 5 p. 100; il était de 6 p. 100 en 2004, de 6 p. 100 encore en 2005; et pour 2006, nous pensons qu'il sera probablement de 5 p. 100 seulement et pour 2007, il sera probablement de 4 p. 100 seulement. Cela correspond au taux de croissance du revenu réel que nous vous avons fourni.

That decline in the nominal income rate of growth leads us to be cautious about the revenues that the provincial and federal governments are likely to continue to receive from corporate and personal income tax over the next couple of years. It does not say that the revenues will fall out of bed, but if those nominal income projections are right — a big if — it would imply slower growth of government revenues, certainly the income and corporate tax revenues, as we look ahead.

[Translation]

Senator Hervieux-Payette: Mr. Dodge, a few moments ago, you spoke about a question I have been interested in for a long time, because I was with SNC — infrastructure and public-private partnerships. SNC-Lavalin is still one of the largest engineering companies in the world, and has offices across Canada. I would say that one example of success in transportation infrastructure would be Highway 417 in Ontario.

There is something I would like you to explain: this infrastructure is such a good project that everyone would benefit from the yield standpoint. You talked about lack of expertise and a legal framework, but if we are already working with foreign banks — after all foreign banks financed the 417 — explain to me why, given that our own banks want to grow and look outside Canada for merger — I will not start with projects here — there is a barrier that prevents our own financial situations from prompting governments to move in that direction? What are the barriers to that approach?

Mr. Dodge: There are no barriers as such for our banks and financial institutions. They do not have the know-how — they have not developed the know-how we see in countries that have the legislation and will to form partnerships. It cannot come as a surprise that our institutions have not developed that know-how, since there is no domestic demand for that type of financing.

For example, take an Australian bank that has developed a great deal of know-how because the Australian states — South Australia and New South Wales — have fairly high demand for such investment vehicles. I do not know which comes first — the chicken or the egg. That, I believe, describes quite well the situation our banks find themselves in.

Senator Hervieux-Payette: Earlier, you said that the services sector was most likely to improve growth and productivity. Financial services are obviously one sector in which we could develop know-how. I am asking this question because I wonder whether governments have as much know-how as the banks, given that the banks can buy know-how internationally.

Ce ralentissement du taux de croissance du revenu nominal nous incite à être prudents au sujet des recettes que les gouvernements provinciaux et fédéral pourraient continuer à recevoir de l'impôt sur le revenu des sociétés et sur le revenu des particuliers au cours des prochaines années. Cela ne veut pas dire que les recettes vont s'effondrer, mais que si ces prévisions du revenu nominal sont exactes — et ce n'est pas du tout certain — cela veut dire une croissance plus lente des recettes gouvernementales, du moins celles provenant de l'impôt sur le revenu des sociétés et des particuliers.

[Français]

Le sénateur Hervieux-Payette : Monsieur le gouverneur, vous avez parlé tantôt d'une question qui m'intéresse depuis longtemps, ayant été chez SNC, il s'agit de la question des infrastructures et partenariats public-privé. Il faut rappeler que cette firme, SNC-Lavalin est aujourd'hui l'une des plus grandes entreprises d'engineering au monde et a des bureaux dans tout le Canada. Parmi les infrastructures de transport, il me semble qu'un exemple de succès est l'autoroute 417 en Ontario.

J'aimerais que vous nous expliquiez une chose, alors que cette infrastructure est un projet tellement intéressant que, finalement, tout le monde en bénéficie du point de vue du rendement. Vous avez parlé de manque d'expertise, de cadre légal, mais si on fait déjà le travail avec des banques étrangères, car ce sont des banques étrangères qui ont financé la 417, expliquez moi, alors que nos propres banques veulent grandir, aller à l'étranger pour faire des fusions — je ne commencerais pas à faire des projets chez nous — quelle est cette barrière qui fait que nos propres situations financières ne poussent pas même les gouvernements à aller dans cette direction? Quelles sont les barrières à l'entrée dans cette philosophie?

M. Dodge : Pour nos banques, nos institutions financières, il n'y a pas de barrière comme telle. Ils n'ont pas l'expertise, ils n'ont pas développé l'expertise qu'on peut observer dans les pays qui ont, eux-mêmes la législation et la volonté de procéder avec les partenariats. Ce n'est pas une surprise si, sans demande domestique pour ce type de financement, ils n'ont pas développé l'expertise.

On peut prendre l'exemple d'une banque Australienne, par exemple, qui a développé beaucoup d'expertises parce que les États australiens — Australie méridionale, Nouvelles Galles du Sud — ont eu une demande assez forte pour ce type d'investissements. Je ne sais pas qui est le premier de la poule ou de l'œuf, mais c'est un peu comme cela pour nos banques, je crois.

Le sénateur Hervieux-Payette : Tantôt vous nous avez dit que, probablement, le secteur des services était celui qui pouvait augmenter la croissance et la productivité. Lorsqu'on considère les services financiers, c'est évidemment un secteur dans lequel on pourrait développer l'expertise. Si j'ai posé cette question c'est que, d'une part, je me demande si l'expertise existe au niveau des gouvernements autant que dans les banques, car les banques pourraient certainement acheter l'expertise sur leur marché international.

In any case, we have a significant vacuum at present. We know that there is over \$20 billion in infrastructure demand. Governments are well aware of it, and people in the construction industry are prepared to enter into partnerships.

If within a few years, we were to start up projects to build \$20 billion worth of roads, I wonder where we would find the manpower in Alberta or in British Columbia, but that is another question. Here is the question I am asking: Do you believe there is a lack of know-how even within our own governments — federal and provincial governments — to engage in the process?

Mr. Dodge: Entering into a risk-sharing contract which is good both for the government and the private sector is no simple thing. Now, we have examples outside Canada which can help us. There have been bankruptcies outside Canada — both successes and bankruptcies. We can learn from the experiences of the others. That is one thing. We have to develop the know-how, both on the government side and the business side.

There is a second problem. There is a price for services, both for the public and for the government. A price is established so that the market can operate and so that a contract can be signed with the company. That is true in almost any infrastructure branch. Here in Canada, there is resistance to establishing prices for those services. We do not like tolls on highways, water meters, and so on. If we do not agree to pay a price for the service, the issue becomes difficult. We should not blame government. The attitude that we have as citizens is not fully accommodating. However, it is extremely important and there are benefits in terms of efficiency. We have to work on these both on the government side and on the private sector side to improve the situation, because the infrastructure needs are huge.

Senator Hervieux-Payette: Do you see a relationship between this private-public partnership, which would be clearly explained to Canadians, and productivity? If we have a series of services, we should, in my opinion, be able to facilitate additional investment, for example more efficient transportation. It seems to me that there is some sort of cause-effect relationship, in addition to the fact that we would inject billions now in retirement funds into the economy.

In Quebec, the Caisse de dépôt et placement has invested hundreds of millions of dollars in London airport. It seems to me that if we can do a risk analysis of London airport's operations, we could at least think about financing our own infrastructure. Who is at fault here? What is the obstacle standing in our way? You tell me that part of the obstacle is the fact that citizens do not want to pay for the services, but citizens — Canadians — are intelligent enough to understand that when we lose tens of thousands of jobs, we might have to create some. This is a mechanism that would benefit all Canadians.

Mr. Jenkins: You are absolutely right. Investment in infrastructure is the priority.

De toute façon, dans le cas présent, on a un vide important. On sait qu'on a pour plus de 20 milliards de dollars de demandes d'infrastructure. Les gouvernements sont conscients de cela, les gens qui sont dans la construction sont prêts à ce partenariat.

Je pense que si, sur un espace de quelques années, on mettait en marche des chantiers de 20 milliards de dollars pour les routes — je me demande où serait la main-d'œuvre en Alberta ou en Colombie-Britannique, c'est une autre question. La question que je me pose est la suivante : pensez-vous qu'il y a un manque d'expertise même à l'intérieur de nos propres gouvernements, que ce soit provincial ou fédéral, pour entamer ce processus ?

M. Dodge : Ce n'est pas simple de contracter avec un partage du risque qui est bon pour le secteur privé et pour le gouvernement. Maintenant, on a des exemples à l'extérieur du Canada qui peuvent nous aider. Il y a des faillites en dehors du Canada. Il y a des succès et des faillites. On peut apprendre des expériences des autres. C'est une chose. Il faut développer l'expertise, soit du côté des gouvernements ou du côté des entreprises.

Il y a un deuxième problème. Il y a un prix pour les services, soit pour le public ou pour le gouvernement. Il y a un prix établi pour faire fonctionner le marché et signer un contrat avec une entreprise. C'est vrai dans presque n'importe quelle branche d'infrastructures. Il y a une résistance, ici au Canada, à avoir des prix pour ces services. On n'aime pas le péage sur les autoroutes, le compteur d'eau, et cetera. Si on n'accepte pas qu'il y a un prix pour le service, c'est difficile. Il ne faut pas blâmer les gouvernements. L'attitude que nous, les citoyens, avons n'est pas totalement accommodante. Cependant, c'est extrêmement important et il y a des bénéfices en termes d'efficacité. Il faut y travailler du côté des gouvernements et du côté du secteur privé pour améliorer la situation parce que les besoins pour les infrastructures sont énormes.

Le sénateur Hervieux-Payette : Est-ce que vous voyez un rapport entre ce partenariat public-privé, qui serait bien expliqué à la population, et la productivité? Si on a une série de services, il me semble qu'on peut faciliter des investissements additionnels, par exemple un transport plus efficace. Il me semble qu'il y a quand même une relation de cause à effet, outre le fait qu'on injecterait dans l'économie les milliards qui sont dans les caisses de retraite.

Au Québec, la Caisse de dépôt et placement a investi des centaines de millions dans l'aéroport de Londres. Il me semble que si on est capable d'aller analyser le risque de l'opération de l'aéroport de Londres, on pourrait au moins penser à financer nos propres infrastructures. Où est le coupable? Quelle est la barrière? Vous me dites que c'est en partie le citoyen qui ne veut pas payer la facture, mais le citoyen est assez intelligent pour comprendre que si on perd des dizaines de milliers d'emplois, il faudrait peut-être en créer d'autres. Ce serait un mécanisme bénéfique pour toute la population.

M. Jenkins : Vous avez absolument raison. L'investissement dans les infrastructures est la priorité.

Senator Biron: Average annual growth in real GDP for housing in 2006 was 0.2 per cent. In 2007, you are forecasting minus one per cent, and for 2008 minus one per cent as well. Financial institutions in the United States — particularly in Florida — arrange housing loans by capitalising half of the interest rate and lending for minimal amounts. If people want to buy a \$1-million condo and pay a ridiculous amount to cover half of the capitalized interest, do you plan to up lending structures and allow our financial institutions to go the same route, or is there a real danger of what we are actually seeing in Florida — where condo values have collapsed — happening here?

Mr. Dodge: We believe that the housing market here is healthy at this time. We do not have problems as significant as those within Florida, in Boston or in California, for example. The Bank of Canada is fairly clear about the fact that there is a risk involved in exotic mortgages, and we might end up with the same problems we are now seeing in Florida.

[English]

Senator Angus: As a committee we have just done a little fact-finding mission to New York where we met with some of the regulators and some of the other financial services sector institutions. At the Federal Reserve Bank of New York in particular we had a discussion about various developments in the capital markets, and the issue of hedge funds came up over and over again. We found that they were divided a little in the Fed about whether there is a need for regulation or not, but as we went through our interviews over a two-day period, we found that when they did regulate and required registration and disclosure of the investments, it was good; there was a positive result. Unfortunately, the regulatory provisions were struck down on a technical appeal, and that decision was not appealed.

Now we are finding that there is a great incidence of investment. These funds are growing up everywhere and no one knows who owns them or what they are investing in. We are getting the sense that we should do a study on it. I have looked through your own documentation, and they do affect the capital markets a great deal. Do you think we are on the right track if we investigate these funds?

Mr. Dodge: I would encourage you to do the investigation. There are three comments that one could make. First, by and large I think the work that has been done so far, whether at the Fed of New York or at the Financial Services Authority in London, which are the two agencies that have done the most work, would indicate that hedge funds have, on balance, made a positive contribution to the distribution of risk and to the functioning of financial markets.

Second, all regulators, including those at the Bank of Canada and at the Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada, recognize clearly that one great problem can arise when banks that lend to hedge funds do not carefully watch and

Le sénateur Biron : Sur le plan de la croissance annuelle moyenne du PIB réel en points de pourcentage, le logement en 2006 était de 0,2, en 2007 vous prévoyez moins 1, et en 2008, également moins 1. Aux États-Unis, les institutions financières — plus particulièrement en Floride — prêtent pour le logement en capitalisant la moitié du taux d'intérêt et en prêtant pour un montant minime. Si des personnes peuvent acheter un condo d'un million de dollars et donner un montant ridicule pour payer la moitié du taux d'intérêt qui est capitalisé, est-ce que vous auriez l'intention d'ouvrir le crédit pour permettre que nos institutions financières les suivent ou s'il y a un réel danger comme actuellement, en Floride, où il y a un effondrement sur la valeur des condos?

M. Dodge : Nous croyons que le marché du logement est en bon état ici. Nous n'avons pas les problèmes de même taille que ceux qui existent en Floride, à Boston ou en Californie, par exemple. À la Banque, on a été assez clair qu'il y a un risque en ce qui concerne les hypothèques exotiques et nous pourrions avoir les mêmes problèmes qui existent en ce moment en Floride.

[Traduction]

Le sénateur Angus : Notre comité revient d'une petite mission d'information à New York où nous avons rencontré des représentants d'organismes de réglementation et d'autres institutions du secteur des services financiers. À la Federal Reserve Bank de New York, en particulier, nous avons discuté de l'évolution des marchés financiers et la question des fonds de couverture revenait sans cesse. Nous avons constaté qu'au sein de la Federal Reserve Bank il y a une divergence d'opinion quant à la nécessité de réglementer ces fonds, mais au cours de nos rencontres sur une période de deux jours, nous avons appris que lorsqu'il y avait une réglementation qui exigeait l'enregistrement et la divulgation des investissements, le résultat était positif. Malheureusement, les dispositions réglementaires ont été invalidées à la suite d'un appel pour des raisons de forme et la décision n'a pas été contestée.

Nous constatons maintenant que ces investissements sont très populaires. Ils se multiplient partout et personne ne sait qui est propriétaire des fonds ni comment ils sont investis. Nous commençons à penser qu'il faudrait étudier la question. J'ai parcouru votre propre documentation, et ils ont une très grande influence sur les marchés financiers. Pensez-vous que ce serait une bonne idée que nous examinions ces fonds?

M. Dodge : Je vous encourage à le faire. J'aurais trois observations à faire. Premièrement, dans l'ensemble, les études qui ont été menées, que ce soit par la Federal Reserve Bank de New York ou par la Financial Services Authority de Londres, les deux organismes qui ont le plus approfondi la question, semblent indiquer que les fonds de couverture ont, tout bien pesé, contribué de manière positive à répartir le risque et au fonctionnement des marchés financiers.

Deuxièmement, tous les organismes de réglementation, y compris la Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, reconnaissent clairement qu'un grave problème peut se poser lorsque les banques qui

monitor their risks. Our colleagues at OSFI watch this carefully, as does the Federal Reserve Bank of New York in its regulating activities of banks. That is an important issue.

Third, I really cannot comment on the issue of the investor protection and disclosure side of it. Are the wrong people buying these rather complicated products that they do not understand? That question should be addressed to the security commissions because we are not experts in investors' protection. Those are the three key issues.

Our conclusion, from a financial stability standpoint, is that although Canada does not have as many of these hedge funds, resulting in a smaller share of the Canadian market than they have in the New York market or in the London market, they do not pose a financial stability systemic problem at this time.

The Chairman: I have a brief question. There is a big debate in Ontario and across the country on increases in minimum wage. We know from our statistics that the working poor in Canada are growing as a class and that within that class are single working mothers. One of the key factors that might alleviate some of those problems is increasing the minimum wage for adults. Have you done any economic studies to support the position that some ministers have taken that an increase in the minimum wage for adults would be detrimental to job creation?

Mr. Dodge: No, we have not done such a study, senator. We cannot shed any particular light or bring any expertise to bear on that issue, although it is an important issue and I am sure the committee will look at it in the future.

The Chairman: Yes, we intend to look at that.

Senator Massicotte: A report written recently at the C.D. Howe Institute by one of your previous advisers puts into question the appropriateness of maintaining a 2 per cent inflation target and suggests it should be lower. The agreement between the Bank of Canada and the Government of Canada is due out soon. What are your thoughts on that and where are we heading?

Mr. Dodge: Allow me to say that the C.D. Howe Institute continues to make valuable contributions to the debate on monetary policy. That paper written by Mr. David Laider is a valuable contribution. You will note that he said in his paper that we should begin to think about where we are going in terms of the next agreement because expectations are well anchored. That was a reasonable point made.

The Chairman: Thank you.

Mr. Dodge: I want to ensure that I did not misspeak. It is not in the agreement that will come out at the end of the year but in the agreement subsequent to that.

prêtent de l'argent aux fonds de couverture ne surveillent pas de près la situation et ne contrôlent pas leurs risques. Nos collègues au BSIF surveillent cela de très près, tout comme le fait la Federal Reserve Bank de New York dans le cadre de ses activités de réglementation des banques. C'est un élément important.

Troisièmement, je ne peux pas vraiment me prononcer sur la question de la protection des investisseurs et de la divulgation. Est-ce que des personnes qui devraient s'en abstenir achètent ces produits assez compliqués qu'ils ne comprennent pas? Il faudrait peut-être poser la question à la Commission des valeurs mobilières, car nous ne sommes pas experts dans le domaine de la protection des investisseurs. Voilà les trois questions principales.

Notre conclusion, d'un point de vue de la stabilité financière, est que même si le Canada ne compte pas autant de ces fonds de couverture, qui occupent donc une plus petite part du marché que ce n'est le cas à New York ou à Londres, ils ne posent pas de problème systémique pour le moment.

Le président : J'ai une courte question. Il y a tout un débat en Ontario et dans l'ensemble du pays sur l'augmentation du salaire minimum. Les statistiques montrent que le nombre de travailleurs à faible salaire augmente au Canada et qu'au sein de cette classe on retrouve des travailleuses chefs de famille monoparentale. L'une des principales solutions à certains de ces problèmes serait peut-être d'accroître le salaire minimum des adultes. Avez-vous réalisé des études économiques qui donneraient raison aux ministres qui disent qu'une augmentation du salaire minimum des adultes nuirait à la création d'emplois?

M. Dodge : Non, nous n'avons pas fait cette étude, monsieur le sénateur. Nous ne pouvons pas vous éclairer sur cette question pour laquelle nous n'avons aucune expertise, bien que ce soit une question importante et je suis sûr que votre comité va l'examiner.

Le président : En effet, nous avons l'intention de l'étudier.

Le sénateur Massicotte : Un rapport récent de l'Institut C. D. Howe, rédigé par un de vos anciens conseillers, s'interroge sur l'utilité de maintenir une cible d'inflation de 2 p. 100 et prétend qu'on devrait l'abaisser. L'accord entre la Banque du Canada et le gouvernement du Canada devrait être révélé prochainement. Que pensez-vous de cette question et vers quoi se dirige-t-on?

M. Dodge : Permettez-moi tout d'abord de dire que l'Institut C. D. Howe continue à contribuer de manière utile au débat sur la politique monétaire. Ce rapport rédigé par M. David Laider est une contribution précieuse. Vous constaterez que dans son rapport il dit que nous devrions commencer à réfléchir à ce que nous voulons pour le prochain accord car les attentes sont bien ancrées. Il avait raison de le dire.

Le président : Merci.

M. Dodge : Je voudrais être sûr de m'être exprimé clairement. Il ne s'agit pas de l'accord qui sera rendu public à la fin de l'année mais de l'accord suivant.

The Chairman: If there is anything in the transcript that you wish to correct, please do so. Mr. Dodge and Mr. Jenkins, thank you for appearing today. The committee will pursue its studies on income trusts, hedge funds and on the question of interprovincial trade barriers. It will also take your sound advice on regular surveillance of productivity growth.

We look forward to hearing from you again.

Mr. Dodge: Thank you, Mr. Chairman. I am sure you will keep up the illustrious record that this committee has had since 1867.

The committee adjourned.

Le président : Si vous voulez corriger le compte rendu, n'hésitez pas à le faire. Monsieur Dodge, monsieur Jenkins, merci de votre comparution aujourd'hui. Le comité va poursuivre son étude des fiducies de revenu, des fonds de couverture et des entraves au commerce interprovincial. Nous suivrons également votre sage conseil de surveiller périodiquement la croissance de la productivité.

Nous avons hâte de vous revoir.

M. Dodge : Merci, monsieur le président. Je suis convaincu que vous maintiendrez l'illustre réputation qu'a ce comité depuis 1867.

La séance est levée.



If undelivered, return COVER ONLY to:

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

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

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

WITNESSES

Bank of Canada:

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

TÉMOINS

Banque du Canada :

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