

**EVIDENCE**

OTTAWA, Wednesday, February 2, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met with videoconference this day at 3 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally, as described in rule 12-7(8).

**Senator Pamela Wallin (Chair)** in the chair.

[*English*]

**The Chair:** Before we begin, I would like to remind all senators and witnesses to keep their microphones muted at all times, unless and until they are recognized by the chair. I will also ask senators to use the “raise hand” feature to let me know that you have a question or comment. I would ask you, as is always the case, to be as brief and to the point as you can so that we can cover as much ground as possible.

With that, we will now begin the official portion of our meeting. Good afternoon everyone, and welcome to the first hearing of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. My name is Pamela Wallin, I’m a senator from Saskatchewan and I have the honour of being the chair of this committee.

I would like to introduce the members of the committee participating in today’s meeting, beginning with the deputy chair, Senator Colin Deacon of Nova Scotia. We have with us Senator Bellemare, also a member of our steering committee; Senator Gignac; Senator Loffreda; Senator Marshall; Senator Massicotte; Senator Quinn; Senator Ringuette; Senator Smith, who is also a member of the steering committee; Senator Woo; and Senator Yussuff. I was also told that perhaps Senator LaBoucane-Benson might join us, but I do not see her there for the moment.

Today we are so pleased to welcome the Governor of the Bank of Canada, Tiff Macklem.

Thank you for your cooperation, sir, because meetings were on, then off again, and we really appreciate your being with us. Also with the governor is Senior Deputy Governor Carolyn Rogers, to discuss a full range of issues including the changing role of the Bank of Canada, inflation, interest rates, quantitative easing, maybe quantitative tightening, and even cryptocurrencies. Welcome, and thank you all for joining us today.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le mercredi 2 février 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd’hui, à 15 heures (HE), avec vidéoconférence, afin d’étudier toute question concernant les banques et le commerce en général, tel que précisé à l’article 12-7(8) du Règlement.

**La sénatrice Pamela Wallin (présidente)** occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

**La présidente :** Avant de commencer, j’aimerais rappeler à tous les sénateurs et témoins qu’ils doivent garder leur microphone en sourdine en tout temps, à moins que la présidence ne les reconnaisse par leur nom. Je demanderais également aux sénateurs d’utiliser la fonction « lever la main » lorsqu’ils souhaitent poser une question ou formuler un commentaire. Comme toujours, je vous demande d’être aussi brefs et précis que possible afin que nous puissions couvrir le plus de terrain possible.

Cela dit, nous allons maintenant commencer la partie officielle de notre réunion. Bonjour à tous, et bienvenue à la première audience du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce. Je m’appelle Pamela Wallin, je suis sénatrice de la Saskatchewan et j’ai l’honneur de présider ce comité.

J’aimerais présenter les membres du comité qui participent à la réunion d’aujourd’hui, en commençant par le vice-président, le sénateur Colin Deacon de la Nouvelle-Écosse. Il y a aussi la sénatrice Bellemare, qui est membre de notre comité directeur, le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Massicotte, le sénateur Quinn, la sénatrice Ringuette, le sénateur Smith, qui est également membre de notre comité directeur, le sénateur Woo et le sénateur Yussuff. On m’a également dit que la sénatrice LaBoucane-Benson pourrait se joindre à nous, mais je ne la vois pas pour l’instant.

Aujourd’hui, nous sommes très heureux d’accueillir le gouverneur de la Banque du Canada, M. Tiff Macklem.

Je vous remercie de votre coopération, monsieur, car les séances n’ont cessé d’être programmées puis annulées. Nous nous réjouissons donc vraiment de votre présence parmi nous. Le gouverneur est accompagné de la première sous-gouverneure, Mme Carolyn Rogers, afin de discuter d’un large éventail de questions, dont l’évolution du rôle de la Banque du Canada, l’inflation, les taux d’intérêt, l’assouplissement quantitatif, peut-être le resserrement quantitatif, et même les cryptomonnaies. Je vous souhaite la bienvenue, et je vous remercie tous de vous joindre à nous aujourd’hui.

Before we begin our questioning, I will ask the governor to start off our session with his opening remarks.

Governor Macklem, the floor is yours.

**Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada:** Thank you very much, chair. Let me say how pleased I am to be here to discuss last week's policy announcement and the Bank of Canada's *Monetary Policy Report*. I am especially pleased to have Senior Deputy Governor Carolyn Rogers with me here today for her first appearance before this committee. She has joined the Governing Council at an interesting time.

Our message is threefold. First, the emergency monetary measures needed to support the economic recovery through the pandemic are no longer required and they have ended. Second, interest rates will need to increase in order to control inflation. Canadians should expect a rising path for interest rates. Third, while reopening our economy after repeated waves of the COVID-19 pandemic is complicated, Canadians can be confident that the Bank of Canada will control inflation. We are committed to bringing inflation back to its 2% target. Let me expand on each of these in turn.

The bank's response to the pandemic has been forceful; throughout, our actions have been guided by our mandate. We've been resolute and deliberate, communicating clearly with Canadians on our extraordinary measures to support the economy and on the conditions for their exit.

We said we would end emergency liquidity measures to support core funding markets when market functioning was restored, and we did.

We said our quantitative easing program would continue until the recovery was well under way. We began tapering QE last spring and ended it in October. Last week's policy announcement marked the final step in exiting from emergency policies.

We said exceptional forward guidance would continue until economic slack was absorbed. With the strength of the recovery through the second half of 2021, the Governing Council judged this condition has now been met, and so we've removed our commitment to hold our policy rate at its floor of 0.25%.

Avant de commencer nos séries de questions, je vais demander au gouverneur d'amorcer la séance en faisant sa déclaration préliminaire.

Monsieur le gouverneur Macklem, la parole est à vous.

**Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada :** Merci beaucoup, madame la présidente, et bonjour. Permettez-moi de vous dire à quel point je suis heureux d'être ici pour vous parler de l'annonce du taux directeur de la semaine dernière et du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada. De plus, je suis ravi d'être accompagné de la première sous-gouverneure, Mme Carolyn Rogers, qui témoigne devant votre comité pour la première fois. Elle s'est jointe au conseil de direction à un moment important.

Notre message s'articule autour de trois thèmes. Premièrement, les mesures monétaires d'urgence qui visaient à soutenir l'économie durant la pandémie ne sont plus nécessaires, et ont donc été retirées. Deuxièmement, les taux d'intérêt vont devoir augmenter pour maîtriser l'inflation. Les Canadiens doivent donc s'attendre à ce qu'ils suivent une trajectoire à la hausse. Et troisièmement, même s'il est compliqué de rouvrir l'économie après les vagues consécutives de COVID-19, les Canadiens peuvent être sûrs que la Banque du Canada va maîtriser l'inflation. Nous sommes résolus à la ramener à la cible de 2 %. Permettez-moi d'approfondir ces thèmes tour à tour.

Tout d'abord, la banque a pris des mesures énergiques face à la pandémie. Depuis le début, nous réagissons par des actions fermes et mûrement réfléchies qui sont fondées sur notre mandat. Et nous le faisons en communiquant clairement avec les Canadiens sur les moyens exceptionnels que nous avons mis en place pour soutenir l'économie et les conditions pour les retirer.

Nous avons dit que nous allions cesser d'utiliser des mécanismes d'octroi de liquidité d'urgence en appui aux marchés de financement essentiels quand le fonctionnement de ces marchés serait rétabli, et c'est ce que nous avons fait.

Nous avons dit que notre programme d'assouplissement quantitatif resterait en place jusqu'à ce que la reprise soit bien entamée. Nous avons donc commencé à le réduire progressivement au printemps dernier avant d'y mettre fin en octobre. L'annonce du taux directeur de la semaine dernière représente la dernière étape du retrait de nos mesures d'urgence.

Nous avons dit que nous continuerions à donner des indications prospectives exceptionnelles jusqu'à ce que les capacités excédentaires de l'économie se soient résorbées. Étant donné la vigueur de la reprise dans la seconde moitié de 2021, le conseil de direction a jugé que cette condition était maintenant remplie. Par conséquent, nous avons mis fin à notre engagement à maintenir le taux directeur à sa valeur plancher, soit 0,25 %.

Second, we want to clearly signal that we expect interest rates will need to increase. There are a lot of factors contributing to the uncomfortably high inflation we are experiencing today. Many of them are global and they reflect the unique circumstances of the pandemic. As the pandemic fades, conditions will normalize and inflation will come down. However, with Canadian labour markets tightening and evidence of capacity pressures increasing, the Governing Council expects higher interest rates will be needed to bring inflation back to the 2% target.

*[Translation]*

Finally, Canadians can be assured that the Bank of Canada will control inflation. Prices for many goods and services are rising quickly, and this is making it harder for Canadians to make ends meet — particularly those with low incomes. Prices for food, gasoline and housing have all risen faster than usual. We expect inflation will remain high through the first half of 2022 and then move lower. There is some uncertainty about how quickly inflation will come down because we've never experienced a pandemic like this before, but Canadians can be assured that we will use our monetary policy tools to control inflation.

Let me turn now to our economic outlook and the monetary policy report. Globally, the pandemic recovery is strong but uneven and continues to be marked by supply chain disruptions. Robust demand for goods combined with these supply problems and higher energy prices have pushed inflation up.

In Canada, consumer price index inflation is currently well above our target range, and core measures have edged up. Inflation is expected to remain close to 5% in the months ahead, but pressures should ease in the second half of 2022, and inflation should decline relatively quickly to around 3% by the end of the year. Further out, we expect inflation will gradually return close to the 2% target in 2023.

Measures of inflation are broadly in line with our own forecast, with longer-term expectations remaining well anchored on the 2% target. The Governing Council agreed it is paramount to ensure that higher near-term inflation expectations don't migrate into higher long-term expectations and become embedded in ongoing inflation.

In October, we projected the output gap would close sometime in the middle quarters of this year, but growth in the second quarter of 2021 was even stronger than we had projected,

Ensuite, nous voulons signaler clairement que nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt doivent augmenter. De nombreux facteurs contribuent à l'inflation inconfortablement élevée observée en ce moment. Bon nombre d'entre eux sont des facteurs mondiaux qui reflètent les circonstances uniques créées par la COVID-19. À mesure que la pandémie va s'essouffler, les conditions vont se normaliser, et l'inflation va baisser. Cela dit, vu le resserrement des marchés du travail au pays et les signes de pressions accrues sur les capacités, le conseil de direction anticipe qu'il faudra relever les taux d'intérêt pour ramener l'inflation à la cible de 2 %.

*[Français]*

Enfin, les Canadiens peuvent être sûrs que la banque va maîtriser l'inflation. Les prix de nombreux biens et services montent vite. Il est donc plus difficile de joindre les deux bouts, surtout pour les ménages à faible revenu. Les prix des aliments, de l'essence et du logement ont tous augmenté plus vite que d'habitude. L'inflation devrait rester élevée pendant la première moitié de l'année avant de redescendre, mais comme cette pandémie est inédite, on ne sait pas à quelle vitesse elle va baisser. Cela dit, les Canadiens peuvent être sûrs que nous utiliserons nos outils de politique monétaire pour contrôler l'inflation.

Je vais maintenant parler de nos perspectives économiques et de la politique monétaire. Dans le monde, la reprise économique est forte, mais elle reste inégale. Elle continue d'être marquée par des problèmes d'approvisionnement. La forte demande des biens, combinée avec ces problèmes et avec les prix plus élevés de l'énergie, a fait grimper l'inflation.

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation est maintenant au-dessus de notre fourchette cible et les mesures de l'inflation fondamentale ont légèrement augmenté. L'inflation devrait s'établir à près de 5 % dans les prochains mois, mais les pressions devraient baisser dans la seconde moitié de l'année. On s'attend à ce que l'inflation diminue assez vite et se situe près du taux de 3 % d'ici la fin de l'année. Elle devrait ensuite revenir graduellement tout près de la cible de 2 % en 2023.

En gros, les mesures des attentes par rapport à l'inflation et nos projections vont dans le même sens. Les attentes à plus long terme demeurent bien ancrées sur la cible de 2 %. Le conseil de direction juge essentiel que les attentes plus élevées à court terme n'aient pas d'effets sur les attentes à long terme et n'aient pas non plus d'influence durable sur l'inflation.

En octobre, on avait prévu que l'écart de production allait se refermer au deuxième ou au troisième trimestre de cette année. Cependant, la croissance au deuxième trimestre de 2021

and a wide range of measures now suggest economic slack is absorbed. Employment is above pre-pandemic levels, businesses are having a hard time filling job openings, and wage increases are picking up.

The rapid spread of the Omicron variant will weigh on growth in the first quarter, but our high rates of vaccination and adaptability to restrictions should limit the downside economic risks of this wave. We forecast annual growth in economic activity will be 4% this year and about 3.5% in 2023, as consumer spending on services rebounds and business investment and exports show solid growth.

*[English]*

Putting all this together, the Governing Council concluded that, consistent with our forecast, a rising path for interest rates will be required to moderate spending growth and bring inflation back to target. Of course, we discussed when to begin increasing the policy interest rate. Our approach to monetary policy through the pandemic has been deliberate, and we were mindful that Omicron will dampen spending in the first quarter, so we decided to keep our policy rate unchanged last week, remove our commitment to hold it at its floor and signal that rates can be expected to increase going forward. The timing and pace of those increases will be guided by the bank's commitment to achieving the 2% inflation target. This ends our emergency policy setting and signals that interest rates will now be on a rising path. This is a significant shift in monetary policy, and we judge that it is appropriate to move forward in a series of steps. By being clear and deliberate, we're really trying to cut through the noise, so that monetary policy is a source of confidence, rather than another source of uncertainty.

Let me say a final word about another important monetary policy tool — our balance sheet. The bank will keep its holdings of Government of Canada bonds on its balance sheet roughly constant, at least until we raise the policy interest rate. At that time, we will consider exiting the reinvestment phase and reducing the size of our balance sheet by allowing maturing Government of Canada bonds to roll off. As we've done in the past, before implementing changes to our balance sheet management, we will provide more information on our plans.

With that, senators, Senior Deputy Governor Rogers and I will be very pleased to answer your questions.

a été encore plus forte que prévu. En raison d'un grand nombre de mesures, les capacités excédentaires se sont résorbées. L'emploi dépasse les niveaux d'avant la pandémie, les entreprises ont du mal à recruter du personnel et les salaires augmentent plus rapidement.

La progression rapide d'Omicron va peser sur la croissance au premier trimestre, mais les taux élevés de vaccination au pays et la capacité de la population de s'adapter aux restrictions devraient limiter les risques économiques à la baisse liés à cette vague. On prévoit une croissance annuelle de l'économie de 4 % cette année et d'environ 3,5 % en 2023. Le rebond des dépenses de consommation en services et la forte hausse des investissements des entreprises et des exportations expliquent ces projections.

*[Traduction]*

En tenant compte de tout cela, le conseil de direction a conclu que, selon notre projection, les taux d'intérêt vont devoir suivre une trajectoire à la hausse pour modérer la croissance des dépenses et ramener l'inflation à la cible. Bien sûr, nous avons discuté du moment propice pour commencer à relever le taux directeur. La formulation de notre politique monétaire a été mûrement réfléchie depuis le début de la pandémie, et nous sommes conscients que le variant Omicron va ralentir les dépenses au premier trimestre. Nous avons donc décidé la semaine dernière de ne pas changer le taux directeur, de mettre fin à notre engagement à le maintenir à sa valeur plancher, et d'indiquer qu'il faut s'attendre à une hausse des taux. Le moment et la vitesse de ces hausses seront guidés par notre engagement à atteindre la cible d'inflation de 2 %. Cela marque la fin de nos mesures monétaires d'urgence et signale que les taux d'intérêt vont monter. Comme il s'agit d'un changement de cap important pour la politique monétaire, nous avons jugé approprié d'avancer par étapes. En communiquant de façon claire et réfléchie, nous nous efforçons de rester centrés sur l'essentiel, afin que la politique monétaire donne confiance et ne soit pas une autre source d'incertitude.

Pour conclure, je vais parler d'un autre outil de politique monétaire important : notre bilan. La Banque du Canada va garder son portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada à un niveau assez stable, au moins jusqu'à ce que nous commençons à relever le taux directeur. Nous évaluerons alors la possibilité de mettre un terme à la phase de réinvestissement et de réduire la taille du bilan de la banque en ne remplaçant pas les obligations du gouvernement du Canada qui arrivent à échéance. Et comme nous l'avons fait dans le passé, la banque expliquera ses intentions avant d'apporter des changements à sa façon de gérer son bilan.

Et maintenant, la première sous-gouverneure et moi serons ravis de répondre à vos questions.

**The Chair:** Thank you, governor. I really appreciate that. You have raised many questions. I will interject from time to time because I have a few questions myself, but I would like to begin our formal round today with the deputy chair Senator Deacon.

**Senator C. Deacon:** Governor and Senior Deputy Governor Rogers, we are very pleased to be here with you today. I want to focus on those Canadians who do not own their homes. Many of them are subject to rent increases [Technical difficulties] with the huge increase we've seen in housing prices and the "renovation" phenomenon that is occurring in the country. They are seeing higher costs for food, gas, oil, heat. On the other side, people are not seeing many wage increases.

We have seen from the report that was prepared for ESDC that wage growth in Canada has trailed even our sluggish productivity growth by about 1% per year. With rising interest rates at this point in time, rising inflation and no prospects at this stage of wage increases, we're starting to see our monetary policy having a disproportionate effect on those at the lower end of the income scale.

What are you seeing as your possible tools or actions that you could be taking in monetary policy terms to understand and help to alleviate the pressures that those Canadians are clearly feeling at greater rates of inflation today [Technical difficulties] and probably even greater rates into the future? Thank you.

**Mr. Macklem:** Thank you, Senator Deacon. We were having a little bit of trouble hearing you, but I think I have the gist of it. It starts with getting inflation down. We're very conscious that rising food prices, rising gasoline prices, rising prices for many goods, are impacting Canadians, and they do have a disproportionate effect on lower-income Canadians. We have heard very clearly from Canadians that when inflation is high — and it is too high — it is tougher for them to stretch their incomes to pay their bills. The first thing to do, consistent with our mandate to help particularly lower-income Canadians — but really to help all Canadians — is to bring inflation down to the target. I want to give Canadians some assurance that we are confident that inflation will come down.

Let me just underline that the inflation that we're seeing now reflects, in many ways, the very unique circumstances of this pandemic. With the restrictions that we and everyone around the world have been dealing with, households cannot buy a lot of

**La présidente :** Je vous remercie, monsieur le gouverneur. Je vous suis très reconnaissante de votre déclaration. Vous avez soulevé de nombreuses questions. Pendant les séries de questions, j'interviendrai de temps en temps, car j'ai moi-même quelques questions à poser. Cependant, j'aimerais amorcer la série de questions officielle de notre séance d'aujourd'hui en donnant la parole au vice-président du comité, le sénateur Deacon.

**Le sénateur C. Deacon :** Monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure, nous sommes très heureux d'être ici avec vous aujourd'hui. Je veux me concentrer sur les Canadiens qui ne sont pas propriétaires de leur logement. Bon nombre d'entre eux sont soumis à des hausses de loyer [Difficultés techniques] en raison de l'augmentation considérable des prix des logements et du phénomène des « expulsions pour cause de rénovations » qui survient dans le pays. Ils remarquent une augmentation des coûts de la nourriture, de l'essence, du pétrole et du chauffage. En revanche, les gens ne voient pas beaucoup d'augmentations de salaire.

Nous avons constaté dans le rapport mis au point pour ESDC que la croissance des salaires au Canada a été inférieure d'environ 1 % par an à la faible croissance de notre productivité. Avec la hausse des taux d'intérêt, l'inflation croissante et l'absence de perspectives d'augmentation des salaires à ce stade, nous commençons à remarquer que notre politique monétaire a un effet disproportionné sur ceux qui se trouvent au bas de l'échelle de revenus.

Quels sont, selon vous, les outils ou les mesures en matière de politique monétaire que vous pourriez utiliser pour comprendre et aider à atténuer les pressions que les Canadiens ressentent clairement face à des taux d'inflation très élevés à l'heure actuelle [Difficultés techniques] et probablement encore plus élevés à l'avenir? Merci.

**M. Macklem :** Merci, sénateur Deacon. Nous avons eu un peu de mal à vous entendre, mais je pense avoir compris l'essentiel. Cela commence par la réduction de l'inflation. Nous sommes très conscients que la hausse des prix des aliments, de l'essence et de nombreux biens nuit aux Canadiens, et qu'elle a un effet disproportionné sur les Canadiens à faible revenu. Les Canadiens nous ont dit très clairement que lorsque l'inflation est élevée — et elle est actuellement trop élevée —, il leur est plus difficile de joindre les deux bouts et de payer leurs factures. La première chose à faire, conformément à notre mandat qui consiste à aider particulièrement les Canadiens à faible revenu — mais en fait tous les Canadiens —, est de ramener l'inflation à la cible. Je veux donner aux Canadiens l'assurance que nous sommes convaincus que l'inflation diminuera.

Permettez-moi de souligner que l'inflation que nous observons actuellement reflète, à bien des égards, les circonstances très particulières de la pandémie. En raison des restrictions que nous et tous les habitants de la planète avons subies, les ménages

the services they want, so they've shifted into goods. So, globally, demand for goods is very strong. At the same time, global supply chains are impaired. Companies cannot produce as much because they have to slow down production to deal with local restrictions. Transportation bottlenecks have emerged. That has driven up goods prices in a very unusual way.

As the pandemic recedes, those bottlenecks should work through. Things should normalize. Households will be shifting away from goods, back to services, taking some pressure off. All of that should take pressure off of goods prices.

It is going to take some time. There are backlogs. We do think inflation, unfortunately, will remain at close to 5% for roughly the first half of this year, but then we think it will come down reasonably quickly in the second half of the year to about 3%. The next leg is getting it down from 3% to our target of 2%, and that will require higher interest rates. Capacity is now absorbed and our economy has recovered. It has recovered actually quicker than we thought it would. That is very good for all Canadians. Job growth has been strong. Wages are going up; they are back to about pre-pandemic levels. Wages intentions indicate they will probably go up further.

I wholeheartedly agree that has to be backed by productivity gains. Perhaps I can come back to that later, but we do need higher interest rates to dampen spending going forward. Capacity has been absorbed. We need to bring spending in line with supply and get inflation back to 2%.

If you look at our forecast that we published in the *Monetary Policy Report*, we have inflation coming back to target, and we also have good growth. We have growth of 4% this year, 3.5% next year. That does mean, certainly, in that projection, there are jobs; there are rising incomes for Canadians.

[Technical difficulties]

**The Chair:** Governor, if I may follow up for a moment, there are those in the financial industries, the bank presidents, who expected in the days post the worst of the pandemic that consumers would go on a spending spree. You have outlined the difficulties in doing that, both with goods and services. You were, I think, more of the school that Canadians tend to save and practise austerity.

What are you actually seeing? You also talked just a moment ago about interest rates rises being needed to dampen spending.

n'ont pas pu acheter bon nombre des services dont ils souhaitaient se prévaloir. Ils se sont donc tournés vers des biens. La demande de biens à l'échelle mondiale est donc très forte. En même temps, les chaînes d'approvisionnement mondiales sont compromises. Les entreprises ne peuvent pas produire autant de biens parce qu'elles doivent ralentir leur production pour respecter les restrictions locales. Des goulets d'étranglement sont apparus dans les transports, ce qui a fait grimper les prix des marchandises d'une manière très inhabituelle.

Alors que la pandémie s'estompe, ces goulets d'étranglement devraient passer. Les choses devraient revenir à la normale. Les ménages s'éloigneront des biens et se tourneront vers les services, ce qui réduira la pression. Ainsi, le prix des biens devrait diminuer.

Il faudra un certain temps. Il y a des arriérés. Nous croyons que l'inflation demeurera à près de 5%, malheureusement, pour la première partie de cette année, mais qu'elle baissera assez rapidement au cours de la deuxième moitié de l'année, jusqu'à 3 % environ. La prochaine étape consiste à faire passer l'inflation de 3 % à notre objectif de 2 %. Pour cela, il faudra augmenter les taux d'intérêt. À l'heure actuelle, la capacité est absorbée et notre économie s'est rétablie, plus vite que nous le pensions. C'est une très bonne nouvelle pour tous les Canadiens. La hausse des emplois est importante. Les salaires augmentent et correspondent à peu près à ce qu'ils étaient avant la pandémie. Les intentions salariales montrent que les salaires dépasseront légèrement ces taux.

Je suis, moi aussi, d'avis qu'il faut des gains de productivité à l'appui de telles hausses. Je pourrais y revenir plus tard, mais il faut maintenir les taux d'intérêt élevés pour réduire les dépenses. La capacité doit être absorbée. Nous devons harmoniser l'offre et les dépenses, et revenir à un taux d'inflation de 2 %.

Selon nos prévisions dans le *Rapport sur la politique monétaire*, l'inflation reviendra au taux cible et la croissance sera bonne. Nous prévoyons une croissance de 4 % cette année et de 3,5 % l'année prochaine. Selon les prévisions, des emplois seront disponibles et le revenu des Canadiens augmentera.

[Difficultés techniques]

**La présidente :** Monsieur le gouverneur, à titre de suivi, certains membres de l'industrie financière — les présidents de banques — s'attendaient dans les jours après le pire de la pandémie à ce que les consommateurs dépensent de façon frénétique. Vous avez évoqué les difficultés associées à cela, tant pour les biens que pour les services. Je crois que vous faites plutôt partie de ceux qui pensent que les Canadiens préconisent l'épargne et l'austérité.

Qu'avez-vous constaté? Vous venez de parler de l'augmentation des taux d'intérêt pour freiner les dépenses.

**Mr. Macklem:** Look, we are seeing a consumption-led recovery. We have said for some time that we expected strong growth through the second half of last year. In fact, it has come in even stronger. The latest GDP numbers that just came out yesterday reinforced that view that strength, particularly growth in the fourth quarter, was strong. That is really why we now judge the capacity as absorbed.

With respect to this debate about consumers, we all think there is going to be — and we've already seen it — strong spending growth by households. The other part of it, though, as I mentioned, is that households have been unable to buy a lot of the services that they like. Going on vacations, going to restaurants has been difficult, if not impossible, and as a result of that they have accumulated a large amount of what we call "excess savings." The balance sheet of Canadians has improved.

The question going forward is: What are they going to do with those extra savings? Built into our projection, we assume that they are going to spend about 20% of that excess savings over the projection. How do we come up with that assumption? We surveyed Canadians and we listened to what they told us they were planning to do. That assumption is roughly in line with our survey evidence.

As we highlighted in our *Monetary Policy Report*, there is a risk they actually spend more than that. We think that as things reopen, the growth in demand for goods will slow down and the growth in demand for services will go up. But given that they have these extra savings, yes, you could see strong growth continue in both. That would give us even stronger growth than we have got as a projection. Other things equal, that would mean that interest rates would likely have to go up more to dampen spending and bring it down in line with supply.

There are also risks that consumers actually save more of their accumulated savings. So far, even with the strength we've seen in consumption, they have not been dipping into that excess savings. It is still actually building up.

So the bottom line is I think our assumption is reasonably balanced, and overall the risks in our projection are reasonably balanced. It is clear that interest rates need to be on a rising path. The slope of that path is going to depend on economic developments, and if consumers spend more, the slope of that path is likely to have to be steeper.

[*Translation*]

**Senator Bellemare:** It is my turn, Mr. Governor, to welcome you. I am pleased to be able to discuss these very important issues with you.

**M. Macklem :** La reprise économique est menée par les consommateurs. Nous prévoyons depuis un bon moment une augmentation importante au cours de la deuxième moitié de l'année. En fait, l'augmentation a été plus importante que ce que nous avions prévu. Les dernières données sur le PIB, qui sont parues hier, appuient l'idée d'une augmentation importante, surtout au cours du quatrième trimestre. C'est pourquoi nous croyons que la capacité a été absorbée.

En ce qui a trait au débat au sujet des consommateurs, nous croyons tous qu'il y aura une augmentation importante des dépenses au sein des ménages, et nous l'avons déjà constatée. Toutefois, comme je l'ai dit plus tôt, les ménages n'ont pas pu acheter bon nombre des services qu'ils souhaitaient obtenir. Partir en vacances, aller au restaurant, tout cela était difficile — voire impossible —; par conséquent, ils ont accumulé un important excédent d'épargne. Le bilan des Canadiens s'est amélioré.

La question, pour l'avenir, est la suivante : que vont-ils faire de cette épargne excédentaire? Dans nos projections, nous avons déterminé qu'ils allaient en dépenser environ 20 %. Comment sommes-nous arrivés à cette prévision? Nous avons demandé aux Canadiens quels étaient leurs plans, et nous les avons écoutés. Cette prévision correspond grossièrement à nos données d'enquête.

Comme nous l'avons fait valoir dans le *Rapport sur la politique monétaire*, il y a un risque qu'ils dépensent plus que cela. Nous croyons qu'avec les réouvertures, l'augmentation de la demande de biens ralentira et la demande de services augmentera. Mais, comme les ménages ont des économies supplémentaires, on pourra observer une croissance continue pour les deux secteurs, ce qui donnerait lieu à une augmentation plus importante que ce que nous avons prévu. Ainsi, les taux d'intérêt devraient augmenter davantage pour freiner les dépenses et les abaisser au niveau de l'offre.

Il y a aussi le risque que les consommateurs gardent une plus grande partie de leurs économies. Jusqu'à maintenant, malgré la force de la consommation, ils n'ont pas encore pigé dans ces économies.

Donc, en gros, je crois que notre hypothèse et les risques sont bien équilibrés dans nos projections. Il est évident que les taux d'intérêt doivent augmenter. L'importance de cette augmentation dépendra des développements économiques. Si les consommateurs dépensent plus, il faudra une augmentation plus importante des taux d'intérêt.

[*Français*]

**La sénatrice Bellemare :** C'est mon tour, monsieur le gouverneur, de vous souhaiter la bienvenue. Je suis heureuse de pouvoir discuter avec vous de ces enjeux très importants.

I would like to thank you for including in the new agreement considerations that confirm that you will, and I quote:

... consider a broader range of labour market indicators to actively seek the level of maximum sustainable employment needed to keep inflation on target.

This is not the dual mandate, and it is somewhat less than what many economists were calling for, but it is a step in the right direction. At least Canadians can be reassured that the Bank of Canada is taking into account the impact of these policies, especially the rising labour market indicators.

I would like to come back to the *Monetary Policy Report*. We can see that the Bank of Canada's task is extremely difficult right now because inflation, as you pointed out, is a global phenomenon. This is a problem that affects everyone. Much of the solution lies in the recovery of supply chains and inflationary expectations that must not get out of hand. All this is a puzzle that is not easy to build; monetary policy is rather general in its scope and application.

My question is this: How can monetary policy be adjusted to also ensure it supports supply chain recovery and an inclusive recovery out of the pandemic? Wouldn't it be desirable to also use fiscal policy to have targeted effects on monetary policy, effects that would encourage a recovery in supply chains and reduce the pressure on the wealthiest consumers?

You announced that interest rates or the key rate will rise. I think increases are normal, because the rate has been low for too long. However, we know that these increases will affect the most vulnerable of the population, people who have mortgages and make budgets every week. How do you see tax tools and coordination in this?

**Mr. Macklem:** Thank you, Madam Senator. First of all, I would like to thank you for your commitment to the debate on our mandate. I am very pleased with the mandate announced by the Minister of Finance last December. It is clear that our inflation target is still at 2%, and that remains our primary objective.

As you just mentioned, we have clarified the role of employment in our decisions. I hope you have seen our recent monetary policy where we have described — as you just mentioned — a broader range of labour market indicators. What you see when you look at these indicators is that the strongest

J'aimerais vous remercier d'avoir inclus dans la nouvelle entente des considérations qui confirment que vous allez, et je cite :

[...] tenir compte d'un ensemble élargi d'indicateurs du marché du travail pour rechercher activement le niveau d'emploi durable maximal requis pour maintenir l'inflation à la cible.

Ce n'est pas le mandat dual, et c'est un peu moins que ce que beaucoup d'économistes demandaient, mais c'est un pas dans la bonne direction. Au moins, les Canadiens peuvent être rassurés sur le fait que la Banque du Canada prend en compte l'impact de ces politiques, surtout la hausse des indicateurs sur le marché du travail.

J'aimerais revenir au *Rapport sur la politique monétaire*. On constate que la tâche de la Banque du Canada est extrêmement difficile en ce moment parce que l'inflation, comme vous l'avez souligné, est un phénomène mondial. C'est un problème qui touche tout le monde. La solution repose en grande partie sur la reprise sur le plan des chaînes d'approvisionnement et sur les attentes inflationnistes qui ne doivent pas s'embalier. Tout cela est un casse-tête qui n'est pas facile à construire; la politique monétaire est quand même assez générale dans sa portée et son application.

Ma question est la suivante : comment peut-on adapter la politique monétaire et faire en sorte qu'elle favorise aussi une reprise sur le plan des chaînes d'approvisionnement et une reprise inclusive au sortir de la pandémie? Ne serait-il pas souhaitable de mettre également à profit la politique fiscale, pour avoir notamment des effets ciblés sur la politique monétaire, effets qui encourageraient une reprise sur le plan des chaînes d'approvisionnement et permettraient de réduire les ardeurs des consommateurs les plus fortunés?

Vous annoncez qu'il y aura une hausse des taux d'intérêt ou du taux directeur. Je crois qu'il est normal qu'il y ait des hausses, car le taux est bas depuis trop longtemps. Cependant, on sait que ces hausses toucheront les plus faibles de la population, ceux qui ont des hypothèques et qui font des budgets chaque semaine. Comment pouvez-vous voir là-dedans des outils fiscaux et une coordination?

**M. Macklem :** Merci, madame la sénatrice. J'aimerais tout d'abord vous remercier de votre engagement dans le débat concernant notre mandat. Je suis très heureux du mandat annoncé par la ministre des Finances en décembre dernier. Il est clair que notre cible d'inflation est encore à 2 %, et cela reste notre premier objectif.

Comme vous venez de le mentionner, on a précisé le rôle de l'emploi dans nos décisions. J'espère que vous avez vu notre récente politique monétaire où nous avons décrit — comme vous venez de mentionner — un plus large éventail d'indicateurs du marché de la main-d'œuvre. Ce que vous voyez en regardant

indicators, such as the employment rate, the unemployment rate, and the labour market participation rate, are about the same as they were before the pandemic. There are also measures to ensure that the recovery is inclusive.

As you will have noticed — and I focused a lot on this — it was a very uneven recession. All the uneven recessions are experienced and are particularly severe for women, young women, mothers and low-income working women. Thanks to the reopening of the economy and the services sector, we have seen that this disparity has greatly decreased. There is very good news, and that is that the *she-cession* is now over. Women's employment is now at a higher level than before the pandemic. However, there are some sectors, such as restaurants and tourism, where there is still unemployment.

The monetary policy is a macroeconomic instrument that cannot target a particular sector. Budget measures are targeted; new targeted measures have been put in place for the most affected sectors. With Omicron, those are the same sectors that are being the hardest hit. As we saw in the second half of 2020, when Omicron recedes, we are confident that the basic demand on the economy will be quite strong. Households want to consume more services, so we think that these sectors will be stronger in the future.

The supply chain issue is a global phenomenon. The United States and other major countries have put in place some measures to try to reduce these logistical problems in ports and in transportation. In Canada, I think investments in our ports will be significant. I know that there are already a few ports, such as Vancouver and the Port of Prince Rupert, where investments are under way. Efforts by federal, provincial and municipal governments to improve things and reduce these bottlenecks will be welcome.

**Senator Massicotte:** Welcome, Mr. Macklem. It's a pleasure to see you again. You hold an important position, and I wish you well in your new position.

Could you comment on how the market and consumers have responded over the last nine months? We have learned from various daily newspapers that people no longer trust existing institutions when it comes to inflation. There has been a panic among consumers and investors. You tried to reassure them, but the rate seems to have increased more than you had anticipated.

ces indicateurs, c'est que les indicateurs les plus marqués, comme le taux d'emploi, le taux de chômage et le taux de participation dans le marché de la main-d'œuvre, sont à peu près au même niveau qu'avant la pandémie. Il y a aussi des mesures d'inclusivité de la reprise.

Comme vous l'aurez remarqué — et j'ai mis beaucoup l'accent sur ce sujet —, c'était une récession très inégale. Toutes les récessions inégales sont subies et sont particulièrement sévères pour les femmes, les jeunes femmes, les mères et les travailleuses à faible revenu. Grâce à la réouverture de l'économie et du secteur des services, on a vu que ces mesures d'inégalité ont beaucoup diminué. Il y a une très bonne nouvelle — je ne connais pas le mot en français, mais en anglais on parle de *she-cession* —, et c'est que la *she-cession* est maintenant terminée. L'emploi des femmes est maintenant à un niveau plus élevé qu'avant la pandémie. Par contre, il y a des secteurs, comme la restauration et le tourisme, où il y a encore du chômage.

La politique monétaire est un instrument macroéconomique qui ne peut pas cibler un secteur en particulier. Il y a des mesures budgétaires qui sont ciblées; de nouvelles mesures ciblées pour les secteurs les plus affectés ont été mises en place. Avec Omicron, ce sont ces mêmes secteurs qui sont les plus durement touchés. Comme on l'a vu dans la deuxième moitié de 2020, quand Omicron reculera, on a confiance que la demande fondamentale sur le plan de l'économie sera assez forte. Les ménages veulent consommer plus de services. On pense donc que ces secteurs seront plus forts à l'avenir.

Pour ce qui est des chaînes d'approvisionnement, c'est un phénomène global. Aux États-Unis et dans d'autres grands pays, on a mis en place certaines mesures pour essayer de réduire ces problèmes logistiques dans les ports et dans les transports. Au Canada, je pense que les investissements dans nos ports seront importants. Je sais qu'il y a déjà quelques ports, par exemple à Vancouver et au port de Prince Rupert, où il y a des investissements qui sont en cours. Les efforts que les gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux pourront faire pour améliorer les choses et réduire ces goulots d'étranglement seront les bienvenus.

**Le sénateur Massicotte :** Bienvenue, monsieur Macklem. C'est avec plaisir que je vous rencontre à nouveau. Vous occupez un poste important et je vous souhaite bonne chance dans l'exécution de vos nouvelles fonctions.

J'aimerais que vous nous parliez de la façon dont le marché et les consommateurs ont réagi au cours des neuf derniers mois. Nous avons appris par différents quotidiens que les gens n'avaient plus confiance dans les institutions existantes en ce qui a trait à l'inflation. Une certaine panique s'est installée chez les consommateurs et les investisseurs. Vous avez tenté de les rassurer, mais le taux semble avoir augmenté plus que vous ne l'avez anticipé.

You gave a speech explaining why it happened. You talked about foreign investors in real estate and the market response. There was a real sense of not being in control of the situation.

It is fundamental to have confidence in our institutions, but on that occasion, we felt something quite the opposite. That is why I would like you to explain what happened.

**Mr. Macklem:** Thank you for your question. I would like to take this opportunity to talk more about our analysis and forecast for inflation. In our *Monetary Policy Report*, you will see some charts that explain all of this in detail.

As I mentioned, most of the inflation we are currently experiencing is due to the large price increases for a number of goods that are being negotiated globally. In chart 9 in our *Monetary Policy Report*, we can see that the current inflation rate is close to 5% and that about three percentage points of that inflation rate reflect the sharp increases in the price of goods where there are supply chain issues. This mainly affects motor vehicles and appliances.

It also includes food, because crops have been weak around the world because of weather conditions. In Canada, there was a drought in the West, while a number of countries had other problems. We expect that to ease as early as the second quarter of this year.

Typically, when the inflation rate is 2%, the price of services goes up to about 3% and the price of goods goes up about 1%, so the average is 2%. In the last 25 years, the inflation rate has always been very close to 2%.

The current circumstances are unique. The price of goods is rising by about 7%, while the price of services is rising closer to 3%, so the average is much higher than our 2% target. It is at 5%, and there are good reasons for that.

As restrictions related to coronavirus begin to decrease, there will be a normalization of demand and production of goods. These upward pressures on the price of goods will diminish. That is why, for the second half of the year, we anticipate a fairly rapid decrease in inflation on the price of goods. This may even happen faster than expected, as our forecasts do not suggest real price decreases, but only to a decrease in the rate of price increases. It is possible that the price of certain goods will fall and that the inflation rate will fall more quickly.

Vous avez prononcé un discours qui explique pourquoi cela s'est produit. Vous avez parlé des investisseurs étrangers de l'immobilier et de la réaction du marché. On avait vraiment le sentiment de ne pas être en contrôle de la situation.

Il est fondamental d'avoir confiance en nos institutions, mais à cette occasion nous avons senti quelque chose de tout à fait contraire. C'est pourquoi j'aimerais que vous nous expliquiez ce qui s'est passé.

**M. Macklem :** Je vous remercie de votre question. J'aimerais profiter de l'occasion pour parler davantage de notre analyse et de nos prévisions par rapport à l'inflation. Dans notre *Rapport sur la politique monétaire*, vous verrez quelques graphiques qui expliquent tout cela en détail.

Comme je l'ai mentionné, la majeure partie de l'inflation que nous avons actuellement provient des fortes hausses du prix de plusieurs biens qui sont négociées mondialement. Au graphique 9 de notre *Rapport sur la politique monétaire*, on peut voir que le taux d'inflation actuel s'élève à près de 5 % et qu'environ trois points de pourcentage de ce taux d'inflation reflètent les fortes hausses du prix des biens où l'on éprouve des problèmes sur le plan des chaînes d'approvisionnement. Cela touche surtout les automobiles et les électroménagers.

Cela inclut également la nourriture, car les récoltes ont été faibles un peu partout dans le monde à cause des conditions climatiques. Au Canada, il y a eu une sécheresse dans l'Ouest, alors que plusieurs pays ont eu d'autres problèmes. Nous prévoyons que tout cela va s'atténuer dès le deuxième trimestre de cette année.

Habituellement, lorsque le taux d'inflation est à 2 %, le prix des services augmente à 3 % environ et le prix des biens augmente d'environ 1 %; la moyenne se situe donc à 2 %. Au cours des 25 dernières années, le taux d'inflation a toujours été très proche de 2 %.

Les circonstances actuelles sont uniques. Le prix des biens augmente d'environ 7 %, alors que la hausse du prix des services se rapproche de 3 %. La moyenne se situe donc beaucoup plus haut que notre cible de 2 %; elle est à 5 %, et il y a de bonnes raisons à tout cela.

Lorsque les restrictions liées au coronavirus commenceront à diminuer, il y aura une normalisation de la demande et de la production des biens. Ces pressions à la hausse sur le prix des biens diminueront. C'est pourquoi, pour la deuxième moitié de l'année, nous anticipons une diminution assez rapide de l'inflation sur le prix des biens. Cela peut même se produire plus rapidement que prévu, car nos prévisions n'évoquent pas de réelles baisses des prix, mais seulement une baisse du taux d'augmentation des prix. Il est possible que le prix de certains biens baisse et que l'on voie le taux d'inflation diminuer plus rapidement.

However, yes, there is uncertainty about these bottlenecks, and it is difficult to predict everything. We have never had to reopen an economy after a pandemic, so it is something new and, in that context, I think we have a fairly balanced forecast.

I would also like to point out that with a strong economy and an output gap that is virtually zero, higher interest rates are needed for two reasons. First, to keep inflation expectations of 1% firmly anchored. Second, to moderate demand growth and return to a more supply-driven market.

We expect that an upward trajectory in interest rates will moderate demand and, as I just mentioned, the curve of this interest rate increase will depend on what happens and what our forecast is for inflation, because we are determined to bring it down to 2%.

**Senator Massicotte:** I would like us to discuss business investments. You seem very optimistic in your report about the growth of business investments.

Moreover, for several years now, Canada has been far behind the Americans. Canada is lagging behind in terms of the market, and there seems to be a reluctance on the part of the government to issue outward loans, which I think is a negative. How do you explain that?

You are currently optimistic, but do you think that Canada may catch up with the United States? What are your comments on this?

**Mr. Macklem:** I think there is good reason to be optimistic. During the pandemic, businesses showed that they could adapt by increasing their digital investment, which is one of the reasons why the impact of the pandemic was less severe than anticipated.

Today, we all attend virtual meetings. Last January, one-third of Canadians were working from home. We have found different ways to shop and entertain ourselves at home virtually. This reflects the significant digital investments that businesses have made during this crisis. This is likely to continue. The digital economy has come a long way and is evolving rapidly; this must continue.

There is a strong growth in consumption. The U.S. economy has strong external demand, so demand for our exports will remain fairly robust. Business performance is variable, but on average businesses are in a good position.

Toutefois, oui, il y a de l'incertitude au sujet de ces goulots d'étranglement et c'est difficile de tout prévoir. Nous n'avons jamais eu à rouvrir une économie à la suite d'une pandémie. C'est donc quelque chose de nouveau et, dans un tel contexte, je crois que nos prévisions sont assez équilibrées.

J'aimerais également souligner qu'avec une économie vigoureuse et un écart de production qui est pratiquement à zéro, il faut des taux d'intérêt plus élevés pour deux raisons. D'abord, il faut maintenir bien ancrées les anticipations de l'inflation de 1 %. De plus, il faut modérer la croissance de la demande et revenir à un marché davantage axé sur l'offre.

Selon nos prévisions, une trajectoire à la hausse des taux d'intérêt aura pour effet de modérer la demande. De plus, comme je viens de le mentionner, la courbe de cette hausse du taux d'intérêt dépendra des événements et de nos prévisions en ce qui a trait à l'inflation, parce que nous sommes bien déterminés à ramener le taux à 2 %.

**Le sénateur Massicotte :** J'aimerais qu'on aborde le sujet des investissements des entreprises. Dans votre rapport, vous semblez très optimiste quant à la croissance des investissements des entreprises.

Par ailleurs, depuis plusieurs années, le Canada est loin derrière les Américains. Le Canada traîne de l'arrière en ce qui a trait au marché, et on dirait que le gouvernement hésite à accorder des prêts à l'extérieur, ce qui me semble être un point négatif. Comment expliquez-vous cela?

Vous êtes optimiste actuellement, mais croyez-vous que le Canada pourra rattraper les États-Unis? Quels sont vos commentaires à ce sujet?

**M. Macklem :** À mon avis, il y a de bonnes raisons d'être optimiste. Durant la pandémie, les entreprises ont démontré qu'elles pouvaient s'adapter en augmentant leurs investissements numériques, et c'est une des raisons pour lesquelles l'impact de cette pandémie a été moins sérieux qu'on l'anticipait.

Aujourd'hui, nous assistons tous à des réunions virtuelles. En janvier dernier, le tiers des Canadiens travaillaient à partir de la maison. Nous avons trouvé différentes façons d'acheter et de nous divertir à la maison de manière virtuelle. Cela reflète les investissements numériques importants que les entreprises ont faits durant cette crise. Cela devrait se poursuivre. L'économie numérique a beaucoup avancé et évolue rapidement; cela doit continuer.

Il y a une forte croissance de la consommation. La demande extérieure de l'économie aux États-Unis est forte et la demande pour nos exportations restera donc assez solide. Le rendement des entreprises est variable, mais en moyenne les entreprises sont en bonne posture.

According to a survey of companies on their prospects, their investment plans are among the strongest since 1999, when we started surveying companies.

I think there is good reason to be optimistic. I agree that it is very important for businesses to make those investments. Next week, I will be speaking to the Canadian chambers of commerce, and I will be sending them the same message.

**Senator Massicotte:** Thank you.

[English]

**Senator Loffreda:** Thank you, Mr. Macklem, for being here with us. I wish to ask you about the purpose of the reinvestment phase and how long you expect to keep the Government of Canada bonds on the balance sheet. I was reading in *The Globe and Mail* over the weekend that the bank ended its last emergency response measure with the elimination of forward guidance, and you did briefly mention that, but then was surprised to read on your website that you are continuing with the reinvestment phase at \$433 billion worth of Government of Canada bonds. That's a significant commitment.

How long do you expect the reinvestment phase to last?

I have a quick question on the growth as that too is an uphill climb because we are in the middle of an Omicron shutdown. The same week, the IMF released its growth forecasts downward, and there is every expectation that you will be increasing interest rates at the next opportunity, and the consumer is the vehicle of every recovery for the economy.

**Mr. Macklem:** Thank you, senator.

Maybe I'll just begin by giving you a few facts, and then I'll speak more directly to your question. The short answer is that is ultimately a policy question, and we will take those decisions in steps going forward.

To go over where we are on our balance sheet, before this pandemic, it was at \$120 billion. It's now at \$500 billion. To a large degree, that is made up of Government of Canada bonds, about \$425 billion.

As for the quantitative easing program — at its peak we were buying \$5 billion a week — we have secondary market purchases on our balance sheet of \$300 billion. So if you go back to last spring, we were tapering or reducing our purchases. As the recovery gained strength, we indicated we didn't need as much quantitative easing, and we gradually reduced that in steps of \$1 billion — 5, 4, 3, 2 — and in October we ended our

Selon un sondage mené auprès des entreprises sur leurs perspectives, leurs plans d'investissement sont parmi les plus forts depuis 1999, quand nous avons commencé à sonder les entreprises.

Je crois qu'il y a de bonnes raisons d'être optimiste. Je suis d'accord pour dire qu'il est très important que les entreprises fassent ces investissements. La semaine prochaine, j'irai parler aux chambres de commerce canadiennes et je leur transmettrai le même message.

**Le sénateur Massicotte :** Merci.

[Traduction]

**Le sénateur Loffreda :** Merci, monsieur Macklem, d'être avec nous aujourd'hui. J'aimerais vous parler de la phase de réinvestissement et de la période au cours de laquelle les obligations du gouvernement du Canada figureront au bilan. En fin de semaine, je lisais dans le *Globe and Mail* que la banque avait mis fin à sa dernière mesure d'intervention d'urgence en éliminant les indications prospectives. Vous en avez parlé brièvement, mais j'ai été surpris de lire sur votre site Web que vous mainteniez un réinvestissement de 433 milliards de dollars dans les obligations du gouvernement du Canada. C'est un engagement important.

Combien de temps durera la phase de réinvestissement, selon vous?

J'aimerais vous poser une question — rapidement — sur la croissance, puisqu'il s'agit là aussi d'une pente abrupte étant donné les fermetures attribuables au variant Omicron. La même semaine, le FMI révisait ses prévisions de croissance économique à la baisse, et tout indique que vous allez augmenter les taux d'intérêt dès que possible, et que le consommateur sera l'instrument de la reprise économique.

**M. Macklem :** Je vous remercie, monsieur le sénateur.

Je vais commencer par vous donner quelques faits, puis je répondrai plus directement à votre question. La réponse courte, c'est qu'il s'agit d'un enjeu stratégique et que nous prendrons les décisions par étapes pour l'avenir.

Avant la pandémie, notre bilan était de 120 milliards de dollars. Il se situe maintenant à 500 milliards de dollars. Il s'agit, dans une large mesure, d'obligations du gouvernement du Canada, qui correspondent à 425 milliards de dollars.

En ce qui a trait au programme d'assouplissement quantitatif — à son plus fort, nos achats représentaient 5 milliards de dollars par semaine —, nous avons des achats de marchés secondaires de l'ordre de 300 milliards de dollars dans notre bilan. Au printemps dernier, donc, nous avions réduit nos achats. Alors que la reprise gagnait en force, nous avions déterminé que l'assouplissement quantitatif n'était plus aussi

quantitative easing program and entered the “reinvestment phase,” which means we maintain our overall stock of Government of Canada bonds relatively constant. We set a target of \$4 billion to \$5 billion a month, which works out to roughly \$1 billion a week. What you can see is that in the last several months we’ve been around the \$1 billion a month mark.

Last week we indicated that once we raised the policy interest rate, we would consider allowing those government bonds to begin rolling off our balance sheet. Effectively, it means that as they mature, we wouldn’t be purchasing new bonds to replace them, so that our balance sheet would start shrinking. That’s called “quantitative tightening.” I would underline that our primary instrument for reducing monetary stimulus is raising our policy interest rate. We have a long experience with raising and lowering our policy interest rate, we understand the channels, and we have good estimates of the impact that would have on the economy. We view that as our main instrument, and, as we’ve signalled very clearly, interest rates need to be on a rising path to dampen demand.

If and when we choose to start quantitative easing, that would supplement it. The effect would be further out on the yield curve, and it would tend to push yields further up the yield curve.

The exact timing and the pace of those are policy decisions that we’ll take, but I think the clear message from last week is that’s coming sooner than later, certainly sooner than we had previously expected. Before we put that in place, we will provide more information on how we would operate in that environment.

**The Chair:** I’m going to follow up with Senator Woo’s question at this point because it was on topic. He was basically asking why you’re not taking that debt off more immediately, that you’re waiting for the next interest rate hike, which everybody is assuming is March. Is there a reason for that?

**Mr. Macklem:** As I indicated, our primary monetary policy tool is our interest rate. So it makes sense to start with that. The message last week is once we’ve done that in fairly short order, we will be considering supplementing that with quantitative easing. The simple reason is that the interest rate is the primary instrument, and that’s the place to start.

**Senator Marshall:** Thank you very much, governor, for being here today.

nécessaire qu’avant, et nous l’avons graduellement réduit par étapes de 1 milliard de dollars. Nous sommes passés de 5 à 4, à 3 et à 2 milliards de dollars, et en octobre, nous avons mis fin à notre programme d’assouplissement quantitatif pour entrer dans la phase de réinvestissement, ce qui signifie que nous maintenons les obligations du gouvernement du Canada à un niveau constant. Nous avons fixé un objectif de 4 à 5 milliards par mois, ce qui correspond à environ 1 milliard de dollars par semaine. Au cours des derniers mois, nous avons maintenu la marque de 1 milliard de dollars par mois.

La semaine dernière, nous avons fait valoir qu’une fois le taux directeur augmenté, nous allions songer à laisser ces obligations disparaître de notre bilan. Dans les faits, cela signifie que nous n’allons pas acheter de nouvelles obligations pour remplacer celles qui viennent à échéance; ainsi notre bilan diminuera. C’est ce qu’on appelle le resserrement quantitatif. Je tiens à souligner que notre instrument principal pour réduire la stimulation fiscale, c’est l’augmentation du taux directeur. Nous avons une expérience de longue date avec l’augmentation et la réduction du taux directeur, nous comprenons les mécanismes et nous mesurons avec justesse les conséquences sur l’économie. Il s’agit de notre principal instrument et, comme nous l’avons indiqué très clairement, les taux d’intérêt doivent augmenter pour réduire la demande.

L’assouplissement quantitatif, s’il est utilisé, sert de complément. L’effet serait plus important sur la courbe de rendement; les rendements seraient accrus.

Le moment et le rythme choisis dépendront de nos décisions stratégiques, mais je crois que le message à tirer de la semaine dernière est le suivant : ce sera plus tôt que tard, et certainement plus tôt que ce qu’on avait d’abord prévu. Avant de mettre les choses en place, nous allons transmettre des renseignements supplémentaires sur le mode de fonctionnement de cet environnement.

**La présidente :** J’aimerais faire suite à la question du sénateur Woo, qui portait sur ce sujet. Il vous demandait pourquoi vous ne réduisiez pas la dette immédiatement et pourquoi vous attendiez la prochaine augmentation des taux d’intérêt, qui devrait être en mars. Y a-t-il une raison pour cela?

**M. Macklem :** Comme je l’ai dit plus tôt, notre principal outil de politique monétaire, c’est notre taux d’intérêt. Il est donc logique de commencer par là. Le message de la semaine dernière était le suivant : lorsque nous l’aurons fait, à court terme, nous allons songer à y ajouter l’assouplissement quantitatif. La raison est simple : le taux d’intérêt représente l’instrument principal, alors nous allons commencer avec cela.

**La sénatrice Marshall :** Merci beaucoup, monsieur le gouverneur, pour votre présence aujourd’hui.

I wanted to talk about inflation because it is a big concern, especially to consumers. You said in your opening remarks that you were forecasting 3% by the end of the year and 2% in 2023. In the spring when you were talking about inflation, you were using the term “transitory.” Then you sort of started stepping back when the realization hit that it wasn’t going to be transitory and it was going to be a little bit longer. There were people in the Senate who actually thought it wasn’t transitory, even though we may not be economists. So it’s no longer transitory.

How confident are you with your projections of 3% and 2%, given the issue with regard to the term “transitory” in the spring? I felt you missed a mark with regard to the transitory inflation, and I have seen articles questioning the credibility of the Bank of Canada, and that is something that we really don’t need. We can question governments and the credibility of governments, but we don’t want to do it with the Bank of Canada.

What will the bank do to restore or close that credibility gap? I think it is a very important issue.

**Mr. Macklem:** The best way to convince Canadians that inflation is going to come back to the 2% target is to get it back to the 2% target. Fundamentally, we’re going to use our tools to bring inflation back to target.

One of the advantages of putting out a clear forecast is people can decide what adjectives they want to use to describe it. I’m not going to put a new adjective on it, but we’ve indicated clearly that, yes, we do expect inflation is going to remain uncomfortably high in the first half of this year before coming down fairly quickly in the second half as the pandemic recedes and things normalize.

There is obviously uncertainty around that. These supply chain problems and bottlenecks have been more pervasive and longer-lasting than we expected, and that is an important reason why we revised our forecast.

There is some uncertainty about exactly how long it’s going to take to work through the bottleneck and backlogs and for those to come down. As I indicated in the previous question, inflation could come down faster, particularly if there are some price reversals in our forecast. We have the upward pressure on goods prices diminishing so they stop rising at this unusual rate, but they don’t actually come back down. If they were to come back down, inflation would come back faster. That is balanced against the risk that some supply chain issues could be longer-lasting.

Je voulais aborder la question de l’inflation, parce qu’elle est très préoccupante, surtout pour les consommateurs. Vous avez dit, dans votre déclaration préliminaire, que vous prévoyiez un taux de 3 % d’ici la fin de l’année et un taux de 2 % en 2023. Au printemps, lorsque vous parliez d’inflation, vous avez utilisé le terme « transitoire ». Ensuite, vous avez pris un pas de recul lorsque vous avez réalisé que ce n’était pas transitoire et que la situation durerait un peu plus longtemps que prévu. Les sénateurs ne sont pas des économistes, mais certains d’entre eux avaient prédit que la situation ne serait pas temporaire. Il n’est donc plus question d’une transition.

Quel est votre niveau de confiance à l’égard de vos projections de 3 et 2 %, étant donné l’enjeu associé à l’utilisation du terme « transitoire » au printemps? À mon avis, vous avez raté la cible à cet égard, et j’ai lu des articles qui remettaient en question la crédibilité de la Banque du Canada, ce que nous ne voulons pas. C’est une chose de questionner les gouvernements et de remettre leur crédibilité en question, mais c’en est une autre que de remettre en question celle de la Banque du Canada.

Quelles mesures prendra la banque pour rétablir sa crédibilité? Je crois qu’il s’agit d’un enjeu très important.

**M. Macklem :** La meilleure façon de convaincre les Canadiens que l’inflation reviendra à la cible de 2 %, c’est d’y revenir. Dans les faits, nous allons utiliser nos outils pour ramener l’inflation au taux cible.

L’un des avantages de publier des prévisions claires, c’est que les gens peuvent décider des adjectifs qu’ils veulent utiliser pour les décrire. Je ne vais pas en rajouter, mais nous avons indiqué clairement que nous nous attendions à ce que l’inflation demeure à un taux inconfortablement élevé pour la première moitié de l’année avant de redescendre assez rapidement au cours de la deuxième moitié de l’année, alors que la pandémie recule et que la situation se normalise.

Une incertitude plane à cet égard, évidemment. Les problèmes avec la chaîne d’approvisionnement et les goulots d’étranglement sont plus généralisés et durent plus longtemps que nous l’avions imaginé, et c’est l’une des raisons importantes pour lesquelles nous avons révisé nos prévisions.

Nous ne savons pas exactement combien de temps il faudra pour passer à travers les goulots d’étranglement et les arriérés, et les réduire. Comme je l’ai dit en réponse à la question précédente, le taux d’inflation pourrait diminuer plus rapidement, surtout s’il y a une inversion des prix dans nos prévisions. La pression sur le prix des biens diminue. Les prix n’augmenteront donc plus selon ces taux inhabituels, mais ils ne diminueront probablement pas non plus. Si les prix diminuent, le taux d’inflation pourrait être rétabli plus rapidement. Toutefois, les problèmes avec la chaîne d’approvisionnement pourraient durer plus longtemps.

The virus is still out there. It is possible that Omicron affects production facilities in other parts of the world. So there is certainly still some uncertainty.

What I do want to underline, though, is that we will be and we are working to manage that uncertainty. We have signalled very clearly that interest rates are on a rising path. That is needed to bring inflation back. How quickly and how much we raise interest rates will depend on investments and what it's going to take to bring inflation back to target. It's very clear that interest rates need to go up. And the slope — how far they go up — will depend on developments, with the aim of bringing inflation back to target. I think getting inflation back to target is the best thing we can do to demonstrate that we are serious.

**Senator Marshall:** Thank you. Put me down for second round, if we have one, Madam Chair.

**The Chair:** Yes, I absolutely will.

**Senator Ringuette:** Thank you and welcome, governor. I think it's your first time in front of this committee since your nomination to the governorship.

I read your report of last week, and I find you're very optimistic in regard to 4% growth. I look at that and try to put all the different factors of the puzzle together.

The data that you have in your report, for instance, is that you foresee we will increase our exports by roughly 2.6% in growth and that we will be reducing our imports, which is intuitively not in accordance with the statement that consumer savings will be spent in the next year. That's the first question.

My other question is related to Senator Massicotte's and it is regarding business investment. You stated that businesses have invested in digital business.

*[Translation]*

They invested in digital because everyone else did. It was an essential element, not a strategic or productivity element.

You know, I always ask this question whenever we have the Governor of the Bank of Canada, because I am always very surprised that Canadian companies have huge reserves and are not investing in technological development, in robotics or in the productivity of their business. It is understandable that there are geopolitical factors, but in the past two years, these factors have only become more important in decision-making.

Le virus est toujours présent. Il est possible qu'Omicron affecte les installations de production dans d'autres régions du monde. L'incertitude plane toujours.

Je tiens toutefois à souligner que nous travaillons — et que nous travaillerons — à gérer cette incertitude. Nous avons énoncé très clairement que les taux d'intérêt étaient à la hausse. C'est nécessaire pour réduire l'inflation. La vitesse et l'importance de cette augmentation dépendront des investissements et de ce qui sera nécessaire pour ramener le taux d'inflation au niveau ciblé. Il est évident que les taux d'intérêt doivent augmenter. Et la pente — l'importance de l'augmentation — dépendra des développements. Je crois que c'est la meilleure chose que nous puissions faire pour démontrer notre sérieux.

**La sénatrice Marshall :** Merci. Pouvez-vous m'inscrire à la liste des intervenants de la deuxième ronde, le cas échéant, madame la présidente?

**La présidente :** Oui, tout à fait.

**La sénatrice Ringuette :** Merci et bienvenue, monsieur le gouverneur. Je crois que c'est la première fois que vous témoignez devant le comité depuis votre nomination.

J'ai lu votre rapport de la semaine dernière, et je vous trouve très optimiste en ce qui a trait à la croissance de 4 %. J'essaie de réunir toutes les pièces du casse-tête.

Selon les données de votre rapport, par exemple, vous prévoyez une augmentation du taux d'exportation d'environ 2,6 %, ce qui réduira notre taux d'importation, mais cela ne correspond pas à la déclaration voulant que les consommateurs dépensent leurs économies au cours de la prochaine année. C'est ma première question.

Ma deuxième question fait suite à celle du sénateur Massicotte au sujet des investissements des entreprises. Vous avez dit que les entreprises avaient investi dans les activités numériques.

*[Français]*

Ils ont investi dans le numérique parce que tout le monde y a investi. C'était un élément essentiel, et non pas un élément de stratégie ou de productivité.

Vous savez, je pose toujours cette question chaque fois que nous recevons le gouverneur de la Banque du Canada, parce que je suis toujours très surprise que les entreprises canadiennes aient des réserves considérables et n'investissent pas dans le développement technologique, dans la robotique ou dans la productivité de leur entreprise. On peut comprendre qu'il y a des facteurs géopolitiques, mais depuis deux ans, ces facteurs n'ont fait qu'augmenter en importance dans la prise de décisions.

## [English]

So I find you very optimistic, and good for you. In your business outlook survey, almost 50% indicate that they want to make investment. It would be interesting to know what is the aggregate of that business sector? Is it from the retail side? Is it from the manufacturing side? Is it from the food processing side? What's the aggregate of this survey?

**Mr. Macklem:** Thank you, senator. I'm going to ask Senior Deputy Governor Carolyn Rogers to speak about our projection and I will come back to this issue of productivity and investment.

Just to dispel one point of confusion, in our tables where we have in the *Monetary Policy Report* where you see the negative sign on imports, that simply reflects the fact that imports subtract from GDP. Imports are growing, but imports, of course, reduce GDP, they don't contribute to it. So it's just the way we've reported it in the table.

But let me ask Senior Deputy Governor Rogers to say a few words about what underpins the growth projections and I'll come back to you to speak more about investment and productivity.

**Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada:** Thank you for the question.

It would be my preference to speak to you in French today, but that is on my list of things that I need to improve in my new role at the Bank of Canada. It is certainly my intention to do that. I'll be back to visit you many times in my tenure and I hope in that period of time that I will be able to speak with you in both official languages. For today, let me just respond to you in English.

Where does our confidence come from? In your question you talked about the role of exports, and certainly we're seeing the strength of the U.S. economy. As our biggest trading partner, that plays a big role in the growth that we see for the Canadian economy.

Also, as the governor has described, we also see excess capacity. There are a lot of things dragging on businesses and on the economy right now that we will see lifting as the pandemic lifts. So it's apparent, if you go into a business right now, whether you go into a restaurant or a store, you will see that there are things that are restricting productivity, whether it's the greeter at the store or restaurant that checks your vaccination passport or the number of people that are there helping with cleaning and that type of thing. As those things resolve

## [Traduction]

Je vous trouve donc très optimiste, et c'est tant mieux pour vous. Selon votre enquête sur les perspectives des entreprises, près de 50 % d'entre elles disent vouloir investir. Ce serait intéressant de savoir de quel ensemble il s'agit. Est-ce qu'il s'agit du secteur du commerce de détail? Du secteur de la fabrication? De la transformation des aliments? Quel est le groupe visé par cette enquête?

**M. Macklem :** Je vous remercie, sénatrice. Je demanderai à la première sous-gouverneure, Carolyn Rogers, de parler de nos projections, puis je reviendrai à la question de la productivité et de l'investissement.

Juste pour faire la lumière sur un point qui porte à confusion, dans les tableaux que comprend le *Rapport sur la politique monétaire* où vous voyez le signe négatif devant les importations, c'est simplement parce que ces dernières sont soustraites du PIB. Les importations augmentent, mais elles réduisent le PIB et n'y contribuent pas, bien entendu. C'est simplement ainsi que nous présentons l'information dans le tableau.

Permettez-moi toutefois de demander à la première sous-gouverneure de dire quelques mots sur les fondements de nos projections de croissance, puis je reprendrai la parole pour traiter de l'investissement et de la productivité.

**Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada :** Je vous remercie de la question.

Je préférerais m'adresser à vous en français aujourd'hui, mais ma maîtrise de cette langue figure sur la liste de choses que je dois améliorer dans mes nouvelles fonctions à la Banque du Canada. Je compte bien m'améliorer. Je reviendrai vous rencontrer à maintes reprises au cours de mon mandat et j'espère que pendant cette période, je pourrai vous parler dans les deux langues officielles. Pour aujourd'hui, permettez-moi de vous répondre en anglais.

D'où tirons-nous notre confiance? Dans votre question, vous avez parlé du rôle des exportations, et nous observons certainement la force de l'économie américaine. Comme les États-Unis sont notre plus important partenaire commercial, cela joue un rôle crucial dans la croissance que nous prévoyons pour l'économie canadienne.

De plus, comme le gouverneur l'a souligné, nous prévoyons également une capacité excédentaire. Nous pensons qu'un grand nombre de facteurs qui freinent les entreprises et l'économie s'évanouiront à mesure que la pandémie disparaît. Si on se rend dans une entreprise, qu'il s'agisse d'un restaurant ou d'une boutique, on voit que certains facteurs nuisent manifestement à la productivité, comme le préposé à l'accueil qui vérifie le passeport vaccinal ou les nombreuses personnes qui s'occupent du nettoyage ou de tâches semblables. Quand ces tâches

themselves, as the pandemic recedes, we think there is an opportunity for excess capacity. As we said both in our *Monetary Policy Report* and in our discussion today, there is a high level of consumer demand. We do see that consumer demand rebalancing itself between goods and services. On balance, we see that demand remaining strong. That will also feed our growth.

We do think there's lots of potential in the economy, and that potential will continue to reveal itself as the pandemic recedes. Those are the things that are contributing to our confidence in growth going forward.

[Translation]

**Mr. Macklem:** Coming back to productivity and investments, I completely agree they are essential to our standard of living. We are a central bank that targets inflation. Productivity and investment are essential for the country to see solid growth and a reduction in inflation.

As the Senior Deputy Governor just pointed out, during the pandemic, especially the second half of last year, we saw strong growth tied to the increase in jobs. We saw considerable gains in employment. That wasn't really driven by productivity, but, as Ms. Rogers mentioned, it's not surprising that productivity is down. Operational challenges are being felt: Employers need more workers and more space, and bottlenecks and supply chain issues are making it hard for them to plan. All of those factors have reduced productivity. We believe productivity will go up once those issues are resolved.

According to our forecasts, we will see more GDP growth than job growth. The labour market is experiencing a tightening. Businesses have an opportunity to hire workers from communities that are under-represented in the economy. Senator Bellemare mentioned the importance of an inclusive recovery. This is an opportunity to make the economy more inclusive going forward. However, labour is limited, so more growth will have to come from productivity.

The other factor is that we need business investment, as you mentioned. We are seeing strength in investment intentions, but it takes time to put the investment and capital in place. Business investment is absolutely critical to maintain productivity growth in the medium term.

disparaîtront à mesure que la pandémie s'éloigne, nous pensons qu'il pourrait y avoir une capacité excédentaire. Comme nous l'avons indiqué dans notre *Rapport sur la politique monétaire* et dans nos explications aujourd'hui, la demande est très élevée du côté du consommateur. Nous pensons que la demande du consommateur se rééquilibra entre les biens et services. Dans l'ensemble, nous jugeons que la demande restera forte, ce qui alimentera aussi notre croissance.

Nous pensons que l'économie recèle un grand potentiel qui continuera de se révéler à mesure que la pandémie perd de la vigueur. Ces facteurs alimentent notre confiance en la croissance à venir.

[Français]

**M. Macklem :** Pour revenir au sujet de la productivité et des investissements, je suis tout à fait d'accord pour dire que ceux-ci sont essentiels pour notre niveau de vie. Nous sommes une banque centrale qui cible l'inflation. La productivité et les investissements sont essentiels pour que le pays ait une bonne croissance avec une réduction de l'inflation.

Comme ma première sous-gouverneure vient de le souligner, pendant la pandémie — surtout lors de la deuxième moitié de l'année dernière —, nous avons vu une forte croissance liée à l'augmentation du nombre d'emplois. Nous avons vu des gains considérables sur le plan de l'emploi. Ce n'était pas vraiment à cause de la productivité, mais, comme l'a mentionné Mme Rogers, ce n'est pas surprenant que la productivité soit faible. Il y a des difficultés sur le plan opérationnel : on a besoin de plus de personnes, de plus d'espace; il est difficile de planifier, car il y a des goulets d'étranglement et des problèmes avec les chaînes d'approvisionnement. Tout cela a réduit la productivité. Lorsque ces problèmes seront réglés, nous pensons que la productivité va augmenter.

Selon nos prévisions, il y aura davantage de croissance sur le plan du PIB que de l'emploi. Le marché de la main-d'œuvre est serré actuellement. Il y a des occasions pour les entreprises d'embaucher des personnes des communautés moins représentées dans l'économie. La sénatrice Bellemare parlait justement plus tôt de l'importance d'une reprise inclusive. C'est une occasion d'améliorer l'inclusivité dès maintenant. Cependant, il y a des limites du côté de la main-d'œuvre, donc une plus grande part de notre croissance devrait venir de la productivité.

L'autre élément, c'est qu'on a besoin d'investissements effectués par les entreprises, comme vous l'avez mentionné. Les intentions d'investissements des entreprises sont fortes. Cela prendra du temps pour mettre tout cela en place, comme les investissements et le capital, mais c'est absolument essentiel pour maintenir une croissance de la productivité à moyen terme.

I want to be very clear. Without that productivity growth, it will be necessary to further raise interest rates to reduce increased household spending and growing demand in the economy.

We will be keeping a very close eye on the situation. We believe our forecasts are balanced. Risks exist on both sides, and we could see productivity rebound more strongly than expected. We would all be very pleased if that happened, but we think our forecasts are balanced.

[English]

**The Chair:** I am going to interject at this point. We are more than halfway through our meeting, and we are still going through the first list of senators who have questions. I would again ask everyone to be as disciplined as they can be in both asking and answering questions.

My apologies, Senator Gignac. You should have been asked earlier, but we will give the floor to you now.

[Translation]

**Senator Gignac:** Good afternoon, governor, and thank you for being here. I'm extremely pleased to have the opportunity to speak with you once again as an economist, but also as a newly appointed senator, here in this forum.

Before I get to my first question, I want to commend you and your team on your leadership and hard work since the pandemic began. Thanks to strong action, financial markets fared well and continued to function, as did the Canadian economy, which returned to pre-pandemic levels last month, as you mentioned.

I want to piggyback on the discussion you had with Senator Marshall. You said that inflation should come down from roughly 5%, falling to 3% by the end of the year. You expect an improvement on the supply chain front, and then you're targeting an inflation rate of 2%.

What would happen if the restrictions on supply — whether it be supply chain issues or the labour market mismatch — lasted longer than expected? Would that make inflation more resilient, sitting at an even higher rate for an even lengthier period of time?

Should Canadians get used to living with higher interest rates, perhaps even a policy rate that is above the neutral rate? With the restrictions on supply, will Canadians have to live with a higher inflation rate for longer than expected?

Pour être très clair, si l'on n'a pas cette augmentation de la productivité, on aura besoin d'augmenter davantage les taux d'intérêt pour réduire la croissance des dépenses des ménages et la croissance de la demande au sein de l'économie.

Nous allons suivre ce qui se passe de très près. Nous pensons que nos prévisions sont équilibrées. Il y a des risques des deux côtés, et nous pourrions avoir un rebond de la productivité plus fort que prévu. Si cela se produit, je pense que nous serions tous très contents, mais nous croyons que nos prévisions sont plutôt équilibrées.

[Traduction]

**La présidente :** Je vais maintenant intervenir. Nous en sommes encore à la première liste des sénateurs qui ont des questions, alors que plus de la moitié de la séance est passée. Je demanderais donc de nouveau à tout le monde d'être aussi discipliné que possible quand ils posent des questions et quand ils leur répondent.

Toutes mes excuses, sénateur Gignac. Nous aurions dû vous accorder la parole avant, mais nous allons maintenant le faire.

[Français]

**Le sénateur Gignac :** Bonjour, monsieur le gouverneur, et merci d'être avec nous. Je suis très content de pouvoir interagir avec vous à nouveau comme économiste, mais aussi dans un forum différent à titre de nouveau sénateur.

Avant de poser ma première question, je veux profiter de l'occasion pour vous féliciter de votre leadership et du travail de votre équipe depuis le début de la pandémie. Le fait d'adopter des mesures musclées a permis d'assurer le bon comportement et le bon fonctionnement des marchés financiers, et aussi, comme vous l'avez signalé, de l'économie canadienne, qui est revenue le mois dernier au niveau où elle était avant la pandémie.

Ma question fait suite à la discussion que vous avez eue avec ma collègue la sénatrice Marshall. Vous avez mentionné que l'inflation devrait diminuer de 5 % à peu près, et de 3 % d'ici la fin de l'année. Avec ce qui se passerait du côté des chaînes d'approvisionnement, vous prévoyez une amélioration, et par la suite, vous parlez d'une inflation de 2 %.

Que se passerait-il si les restrictions du côté de l'offre — que ce soit les problèmes de chaînes d'approvisionnement ou l'appareillement sur le marché du travail — prenaient plus de temps que prévu, ce qui ferait en sorte que l'inflation demeurerait résiliente, plus élevée, et ce, plus longtemps que prévu?

Les Canadiens doivent-ils s'habituer à vivre avec des taux d'intérêt plus élevés, et peut-être même à avoir un taux directeur au-delà du taux neutre, ou alors, étant donné que cela vient des restrictions du côté de l'offre, les Canadiens devront-ils vivre avec un taux d'inflation élevé plus longtemps que prévu?

**Mr. Macklem:** I want to start by saying that, if your scenario were to transpire, yes, things would be tougher.

I also want to point out that the Bank of Canada's Governing Council is committed to ensuring that short- and medium-term inflation expectations remain well anchored in terms of our target.

Currently, with the inflation increase, we expect the rate to stay at around 5% for the second half of the year.

Short-term inflation expectations have gone up. That's clear from both our consumer expectations and business outlook surveys. As you can understand, we can use performance indicators to measure inflation expectations.

All of these indicators clearly show that, in the short term, expectations for inflation have gone up and are more or less in line with our forecasts. What we want to make sure of is that these increases in short-term inflation expectations don't start impacting medium- and long-term expectations. If that happened, it would mean more lasting inflation and make it much harder to bring down the inflation rate to achieve our desired target.

We indicated quite clearly that interest rates would take a rising path for two reasons.

First, the output gap has closed, and with demand outpacing supply, it will be necessary to reduce the growth in demand vis-à-vis supply.

Second, we need to keep inflation expectations well anchored. If they aren't well anchored, it will be a whole lot more difficult to reduce the costs associated with a higher inflation rate.

We are watching all of that closely, but we aren't just watching. We are managing those risks, and the decisions we made last week mark a significant shift in monetary policy. We will continue adjusting monetary policy to manage these risks.

**Senator Gignac:** Thank you.

[English]

**Senator Smith:** Thank you, governor, for being with us today. We know the bank is tasked with the difficult job of ensuring that the cost of living comes down, but also working to prevent drastic fluctuations in asset prices. We know that asset prices affect both household behaviour and the economy as a whole.

**M. Macklem :** Je vais commencer par souligner que si votre scénario se réalise, oui, ce sera plus difficile.

L'autre élément que je veux souligner, c'est que le conseil de direction de la Banque du Canada est déterminé à s'assurer que l'anticipation de l'inflation à moyen et à court terme reste bien ancrée sur notre cible.

Actuellement, avec la hausse de l'inflation, nous anticipons que le taux restera à environ 5 % pour la deuxième moitié de l'année.

Les anticipations sur l'inflation à court terme ont augmenté. On peut le voir dans nos sondages, dans ceux des consommateurs et des entreprises. Vous comprendrez qu'on peut utiliser les cotes de rendement pour produire les anticipations par rapport à l'inflation.

Tous ces indicateurs montrent clairement qu'à court terme, les anticipations d'inflation ont monté et sont à peu près conformes à nos prévisions. Ce dont nous voulons nous assurer, c'est que ces augmentations d'anticipations à court terme ne commencent pas à affecter les anticipations à moyen et à long terme. Si cela se produit, cela créera une inflation plus durable, et il sera beaucoup plus difficile de réduire le taux d'inflation pour qu'il atteigne la cible que nous souhaitons.

Nous avons signalé très clairement que les taux d'intérêt emprunteront une trajectoire à la hausse pour deux raisons.

Premièrement, l'écart de production est fermé, la demande s'accroît plus vite que l'offre, et l'on devra diminuer la croissance de la demande en rapport avec l'offre.

L'autre raison, c'est qu'on devrait maintenir les anticipations de l'inflation bien ancrées. Si elles ne sont pas bien ancrées, ce sera beaucoup plus difficile de réduire les coûts liés à un taux d'inflation supérieur.

Nous regardons tout cela de près, mais nous ne faisons pas que regarder. Nous gérons ces risques, et les décisions que nous avons prises la semaine dernière marquent un changement important dans la direction de la politique monétaire. Nous allons continuer d'ajuster la politique monétaire afin de gérer ces risques.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

[Traduction]

**Le sénateur Smith :** Je vous remercie, monsieur le gouverneur, de témoigner devant nous aujourd'hui. Nous savons que la banque a la tâche difficile de réduire le coût de la vie, mais aussi de chercher à prévenir les fluctuations marquées des prix des actifs, dont nous connaissons l'influence sur le comportement des ménages et l'ensemble de l'économie.

Could you please talk about how the bank is working to manage these expectations and counter the looming housing market bubble in a way that does not cause drastic fluctuations in price?

**Mr. Macklem:** As you suggested, a homeowner's biggest asset is their house. There are also many Canadians who would like to get into the housing market, and that is proving difficult.

I'm going to turn to Senior Deputy Governor Rogers to say a few words about our outlook for housing and also the risks around that.

**Ms. Rogers:** Thank you, senator, for the question.

I know that the price of housing is a problem on the minds of people trying to get into the housing market for the first time. It has been a persistent problem in Canada. It is on everyone's mind and it is certainly something the bank has talked about before. Even well before the pandemic, the bank commented a number of times in its financial stability report about imbalances in the housing market.

The best way to understand our perspective here is to step back and look. We see the things affecting the housing market and the price of housing in two categories, one being more cyclical. Certainly, interest rates play a role there. There's no question that a period of long low interest rates has had an effect on the price of housing.

However, more recently, like many things we've seen, shifts related quite a lot to the pandemic. So we've all been living, working, even spending our leisure time in our homes largely for the last two years, and of course that has led to a shift in housing preference for many Canadians. A lot of us have been looking for additional space. That has led to a large amount of what we call the resale market — people who own homes already looking for larger different homes. So that has certainly elevated housing activity.

That's sort of a dynamic — like many things with the pandemic — that the governor has been talking about, and it is something we see receding over time, at the same pace as the pandemic itself recedes.

Then, very importantly, we look at the structural or the more persistent effects on housing imbalances. It is certainly the bank's view that the most important problem we can solve in the housing imbalance is supply. We just don't have a level of supply of housing in Canada that's keeping pace with demand. We haven't had it for quite some time. I know there are a number of efforts on this front at the federal,

Auriez-vous l'obligeance d'expliquer comment la banque gère ces attentes et cherche à contrer la bulle immobilière sans provoquer de fluctuations prononcées des prix?

**M. Macklem :** Comme vous l'avez fait remarquer, le logement constitue le plus important actif d'un propriétaire. De nombreux Canadiens voudraient s'aventurer sur le marché immobilier, mais la tâche s'avère difficile.

Je laisserai la première sous-gouverneure dire quelques mots sur notre point de vue dans le domaine du logement et sur les risques afférents.

**Mme Rogers :** Je vous remercie de cette question, sénateur.

Je sais que le prix des logements est un problème qui hante les personnes qui cherchent à entrer sur le marché immobilier pour la première fois. C'est un problème persistant au Canada. Il tracasse tout le monde et la banque en a certainement déjà parlé. Même avant la pandémie, elle s'est exprimée à un certain nombre de reprises au sujet des déséquilibres sur le marché immobilier.

Pour comprendre notre point de vue dans ce domaine, le mieux est de prendre du recul et d'examiner la question. Nous classons les facteurs qui influencent le marché immobilier en deux catégories, l'une étant plus cyclique. Les taux d'intérêt jouent certainement un rôle ici. Il ne fait aucun doute qu'une longue période de faibles taux d'intérêt joue sur le prix des logements.

Plus récemment, toutefois, comme bien des choses que nous avons observées, les fluctuations sont en grande partie attribuables à la pandémie. Depuis deux ans, c'est principalement à la maison que nous vivons, travaillons et même passons nos heures de loisirs, ce qui a influencé les préférences de bien des Canadiens en matière de logement, bien entendu. Nombreux sont ceux qui veulent plus d'espace. Ainsi, de nombreux logements se sont retrouvés sur ce que nous appelons le marché de la revente, lorsque des gens possédant déjà un logement cherchent à en acquérir un plus grand. Cela a certainement stimulé l'activité sur le marché immobilier.

C'est le genre de dynamique — comme bien des choses au cours de la pandémie — dont le gouverneur a parlé et qui devraient s'atténuer au fil du temps, au même rythme que la pandémie elle-même s'atténue.

Autre facteur très important, nous nous intéressons sur les effets structurels ou plus persistants des déséquilibres sur le marché immobilier. La banque est d'avis que l'offre constitue certainement le plus gros problème que nous pouvons résoudre dans ce domaine. L'offre de logements ne peut tout simplement pas soutenir le rythme de la demande au Canada, et ce, depuis un certain temps. Je sais qu'un certain nombre d'efforts

provincial and municipal level. The bank is very supportive, very glad to see these happening and we hope they continue. So ultimately we do think the housing imbalance will be solved primarily by an increase in supply.

**Senator Smith:** Can I ask you a question?

**Ms. Rogers:** Go ahead.

**Senator Smith:** My concern is that if we have interest rates, easy money, at 1.8% and you have a five-year fixed mortgage and you have a small mortgage of, say, \$50,000 at \$207 a per month, it's not really an issue for most people. However, suddenly if the interest rate goes from 1.8% to 3% or 3.5% and doubles and you're a young person with a \$250,000 mortgage, I don't see how things will fall back into some perspective other than you'll have a lot of repossession and another new dynamic in the housing market. I'm just trying to understand.

In trying to maintain and keep rates lower, making sure inflation comes back to its limit, is it a realistic expectation to be able to manage it in maybe the traditional way housing has been managed to this point, understanding that it's not going to be the Government of Canada or municipal governments that build the houses? It's going to be entrepreneurs and people who have opportunity because land is available for them to build. I'm trying to understand the dynamics.

**Ms. Rogers:** Certainly one thing I would refer to is a measure that OSFI brought into place — this came into place in my previous role at OSFI — which is the minimum qualifying rate for mortgages.

**Senator Smith:** The stress test, right?

**Ms. Rogers:** The stress test, yes, and the stress test is designed to get to that issue that you just talked about. It is to ensure that people who are borrowing now in an extremely low-rate environment can still sustain their payment over a period of time when rates are increasing. There is a floor of 5.25%, and that is the test that borrowers are asked to pass. There is a lot of room between where we are now and 5.25%, so that gives us some buffer that we think will help with the problem you've identified.

The other thing that gives us some comfort is the build-up of savings that we mentioned earlier. Over the course of the last two years, households have built up their balance sheet. We have seen household debt come down, but certainly high house prices

sont déployés à l'échelle fédérale, provinciale et municipale. La banque leur offre tout son soutien, ravie de voir que cela se produit et espérant que cela continue. Au bout du compte, nous considérons que le déséquilibre sur le marché immobilier se résoudra principalement par une augmentation de l'offre.

**Le sénateur Smith :** Puis-je poser une question?

**Mme Rogers :** Bien sûr.

**Le sénateur Smith :** Ce qui me préoccupe, c'est que si les taux d'intérêt — de l'argent facile — s'établissent à 1,8 % et qu'on a une hypothèque de cinq ans à taux fixe pour un montant modeste de 50 000 \$ avec des versements de 207 \$ par mois, ce n'est pas vraiment un problème pour la plupart des gens. Mais si le taux d'intérêt passe subitement de 1,8 à 3 ou 3,5 % et double et qu'une jeune personne a une hypothèque de 250 000 \$, je ne vois pas comment les choses pourraient tourner autrement que par un grand nombre de reprises et une nouvelle dynamique sur le marché immobilier. J'essaie simplement de comprendre.

Lorsqu'on tente de maintenir de faibles taux d'intérêt et de ramener l'inflation à son taux limite, est-il raisonnable de s'attendre de pouvoir le faire en gérant le marché immobilier comme il l'a été traditionnellement jusqu'à maintenant, comprenant que ce ne sont pas le gouvernement fédéral ou les administrations municipales qui construisent des logements, mais des entrepreneurs et des gens qui en ont la possibilité parce qu'ils disposent de terrain pour le faire? J'essaie de comprendre la dynamique.

**Mme Rogers :** Je ferai certainement référence ici à une mesure instaurée par le Bureau du surintendant des institutions financières quand j'y travaillais précédemment, c'est-à-dire le taux admissible minimum pour les hypothèques.

**Le sénateur Smith :** Il s'agit du test de résistance, n'est-ce pas?

**Mme Rogers :** C'est le test de résistance, en effet, qui vise à régler le problème que vous venez d'évoquer. Il faut s'assurer que les personnes qui empruntent actuellement à des taux d'intérêt extrêmement faibles pourront encore honorer leurs versements quand les taux augmenteront. Le taux plancher est de 5,25 %, et c'est celui qui est appliqué lors des tests de résistance que les gens doivent réussir. L'écart est grand entre le taux actuel et celui de 5,25 %. Cela nous procure une marge de sécurité qui, selon nous, nous aidera à résoudre le problème que vous avez soulevé.

Ce qui nous rassure aussi, c'est l'augmentation des économies dont nous avons parlé plus tôt. Au cours des deux dernières années, les ménages ont amélioré leur bilan. La dette des ménages a décrue, mais le prix élevé des logements les oblige

do mean that borrowers have to stretch, their mortgages are larger. That is a vulnerability overall in the economy and one we will keep our eye on, but we do think there are some mitigating factors there.

**Senator Smith:** Thank you very much.

**Senator Yussuff:** Thank you, governor and deputy governor, for taking the time to join us today.

There is a great deal of obsession with the level of inflation, and rightfully so. I think most Canadians would like to see inflation come down. I did have a chance to read most of the background documents the bank had provided. I think I'm fairly satisfied that the policy objective over the short and long term will get us where we need to get to.

One of the questions I have, governors, is that the bank mandate throughout history has always been about inflation. Finally, the bank has some additional recommendations in regard to this mandate in trying to build a more sustainable and equal economy. Maybe you can shed some light on how the bank will devote an equal amount of effort to try to figure out how to do that.

As you know, for more than three decades or so, a certain segment of the economy did not fare very well dealing with stagnant wages, and to a large extent, we have seen the growth of precarious sectors in this country. Given your new mandate, how do you and the bank plan to utilize these new tools to help build a more inclusive economy in this country and to give Canadian workers a sense that their lives are equally important as those in business in this country?

**Mr. Macklem:** I wanted to congratulate you, Senator Yussuff. I think this is the first time we've had a chance to interact in this role. Congratulations on your appointment.

With respect to our mandate, I would highlight a few things. I think the two key words to describe it are continuity and clarity. There is continuity. The renewed mandate makes very clear that our primary objective remains price stability. The target remains 2%.

The agreement also clarifies the important role that the Bank of Canada has in trying to achieve maximum sustainable employment. It recognizes that maximum sustainable employment is not directly observable; it's not even measurable, but it does recognize that employment plays an important role in our decisions.

à étirer l'élastique, car leurs hypothèques sont plus élevées. On observe dans l'économie une vulnérabilité généralisée que nous garderons à l'œil, mais nous considérons qu'il existe des facteurs atténuants.

**Le sénateur Smith :** Je vous remercie beaucoup.

**Le sénateur Yussuff :** Je vous remercie, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure, de prendre le temps de témoigner aujourd'hui.

Le taux d'inflation fait l'objet de beaucoup d'obsession, et avec raison. Je pense que la plupart des Canadiens souhaiteraient que l'inflation diminue. J'ai eu la chance de lire la plupart des documents d'information que la banque a fournis. Je pense que je suis assez convaincu que l'objectif stratégique visé à court et à moyen terme nous amènera là où nous devons aller.

J'ai une question à vous poser sur le mandat de la banque. Au fil de l'histoire, le mandat de la banque a toujours concerné l'inflation. La banque a enfin des recommandations supplémentaires concernant ce mandat afin de tenter de rendre l'économie plus durable et plus équitable. Peut-être pouvez-vous expliquer comment la banque déploiera autant d'efforts pour déterminer comment y parvenir.

Vous n'ignorez pas que pendant trois décennies environ, un certain segment de l'économie ne s'en est pas très bien sorti en raison des salaires stagneants et, dans une bonne mesure, nous avons assisté à la croissance de secteurs précaires au pays. Dans le cadre de votre nouveau mandat, comment vous et la banque entendez utiliser ces nouveaux outils pour contribuer à l'établissement d'une économie plus inclusive au pays et pour donner aux travailleurs canadiens le sentiment que leur vie est aussi importante que celle des travailleurs en entreprise?

**M. Macklem :** Je voulais vous féliciter, sénateur Yussuff. Je pense que c'est la première fois que nous avons l'occasion de nous rencontrer dans ce rôle. Je vous félicite de votre nomination.

En ce qui concerne notre mandat, je formulerais quelques remarques. Je pense que les deux mots clés qui le décrivent sont « continuité » et « clarté ». Il y a de la continuité et le mandat renouvelé indique clairement que notre objectif premier demeure la stabilité des prix. La cible reste de 2 %.

L'entente clarifie également le rôle important que la Banque du Canada doit jouer afin de tenter d'atteindre le niveau d'emploi durable maximal. La banque admet que l'emploi durable maximal n'est pas directement observable, ni même mesurable, tout en reconnaissant que l'emploi joue un rôle important dans ses décisions.

The other thing is that it adds clarity around the flexibility that is built into our flexible inflation-targeting regime and some of the circumstances where we intend to use that flexibility and where it can be particularly helpful.

I think that you could see in the decision that we took last week, and in the material that we put out, the attention we've been putting to labour markets, and that isn't really something that started last week. You've seen this all through the crisis, all through this pandemic. And we've talked previously about this, the very unequal effects the pandemic has had across the labour market, the fact that it has particularly disproportionately affected low-income workers. As I highlighted in one of my previous answers, the good news is as we saw strong job gains, particularly through the second half of last year, they were concentrated in the hardest-hit sectors. So that inequality, that unevenness we've seen is substantially diminished.

If you're in hospitality, if you're in arts and entertainment, I'm sure you don't feel like the economy has recovered. As the Bank of Canada, we need to look at the economy overall, and overall it is our judgment that the labour market has recovered. If you look at the macro statistics, the employment rate, the unemployment rate, the participation rates, they're back or very close to pre-pandemic levels. These measures of unevenness have substantially diminished.

If you look at the broad range of the labour market indicators we provided, there are still some areas where we would hope to see some continued improvement. Long-term unemployment is still too high. That reflects the fact that certain sectors have been disproportionately hit, and those sectors remain weak, so some of the people in those sectors have been unemployed for far too long.

In terms of other areas, low-wage workers have come back, but they are still not back to pre-pandemic levels. There is potential there. For the other group, older workers — and I say this with some trepidation, looking at how old we all are, because I think most of us are in the 55-plus category — their employment has not come back to pre-pandemic levels. Now, part of that is actually just the aging of society. The average age of the 55-plus now is higher than it was pre-pandemic. It's not surprising that, as people get older, the labour market participation rate goes down.

We're going to have to dig a bit deeper on this: Did the pandemic accelerate some people's retirement or have people lost their jobs involuntarily? There is more work to do to get to the bottom of that.

De plus, cela ajoute de la clarté au sujet de la souplesse intégrée à notre régime souple de gestion de l'inflation et des situations dans lesquelles nous entendons exploiter cette souplesse quand elle peut s'avérer particulièrement utile.

Je pense que vous pouvez voir, dans la décision que nous avons prise la semaine dernière et dans les documents que nous avons publiés, l'attention que nous portons aux marchés du travail. Ce n'est pas un phénomène qui date de la semaine dernière. Nous l'avons observé tout au long de la crise et au fil de la pandémie, et nous avons déjà parlé des effets très inégaux de la pandémie sur le marché du travail et du fait qu'elle a des effets disproportionnés sur les travailleurs à faible revenu. Comme je l'ai fait remarquer au cours d'une de mes réponses précédentes, la bonne nouvelle, c'est que nous avons observé de solides gains d'emplois, particulièrement pendant la deuxième moitié de l'année dernière, où ils se concentraient dans les secteurs les plus durement touchés. Voilà qui a considérablement réduit les inégalités.

Les travailleurs des secteurs de l'hébergement, des arts et du divertissement n'ont certainement pas l'impression que l'économie s'est rétablie. La Banque du Canada se doit d'examiner l'ensemble de l'économie, et de façon générale, nous jugeons que le marché du travail s'est rétabli. Un examen des statistiques macroéconomiques, du taux d'emploi et du taux de participation permet de constater qu'ils sont de retour aux niveaux d'avant la pandémie. Ces mesures de l'inégalité ont substantiellement diminué.

Si vous examinez le large éventail d'indicateurs du marché du travail que nous avons fourni, vous verrez qu'il existe encore des secteurs où nous espérons voir une amélioration continue. Le chômage à long terme est encore trop élevé, preuve que certains secteurs ont été touchés de façon disproportionnée et demeurent fragiles. Une partie des travailleurs de ces secteurs sont sans emploi depuis bien trop longtemps.

Dans d'autres secteurs, les travailleurs à faible revenu ont repris le collier, mais pas encore aux niveaux d'avant la pandémie. Il existe un potentiel à cet égard. Pour l'autre groupe, soit celui des travailleurs âgés — terme que j'utilise avec appréhension, voyant l'âge que nous avons tous, car je pense que nous sommes tous dans la catégorie des travailleurs de 55 ans et plus —, le taux d'emploi n'est toujours pas revenu aux niveaux d'avant la pandémie. Le problème est en partie attribuable au vieillissement de la population, puisque l'âge moyen dans la catégorie des travailleurs de 55 ans et plus est plus élevé qu'avant la pandémie. Il n'est pas étonnant qu'à mesure que les gens vieillissent, leur taux de participation au marché du travail décroisse.

Nous allons devoir examiner la question un peu plus en profondeur pour déterminer si la pandémie a accéléré le départ à la retraite ou si des gens ont involontairement perdu leur emploi. Il faut effectuer plus de travail pour aller au fond des choses.

In our projection, we still have solid growth: 4% for this year, 3.5% for next year. That should provide an opportunity. Particularly as the pandemic recedes, these hardest-hit sectors should bounce back. We are expecting in our own projection to see strong growth, particularly in services consumption, and that should help improve the employment in some of these hardest-hit sectors.

At the end of the day, monetary policy is an aggregate tool. It is a very macro instrument. We can't target specific groups. There are other policy instruments, particularly fiscal policy, that can be more targeted in helping specific groups.

The other thing I would emphasize is that, going forward, whether it's the housing market or the labour market, policies need to be focused on bringing supply into the labour market. For example, the government's plan to improve access and reduce the cost of daycare is a good example of a policy that can help improve the labour market participation of parents, particularly mothers, and grow the labour force, grow the economy, create more space for Canada to grow, and improve the incomes and welfare of Canadians.

So whether it's the housing market or the labour market, in general, the policies that add supply and help people to help themselves will be critical to sustaining this growth.

**The Chair:** There is a follow-up question from Senator Woo on this. You've just stated that you cannot directly observe maximum sustainable employment, so how will you know — and how will we know that you know — that you've achieved it?

**Mr. Macklem:** Let me say a word about the work we are doing on this. In our report last week, we went out of our way to highlight the wide range of labour market indicators we're following. In addition to what we put out last week, there is a longer staff analytical paper that goes through this in more detail.

Right now we're assessing the labour market today relative to where it was pre-pandemic. That makes sense. It's an obvious benchmark. As we move forward, that benchmark will become more of a piece of history. The labour market is dynamic. There are forces of aging. There are big forces on the economy: new technology, digitalization. Climate change is also going to have very different sectoral impacts across the economy, on a scale that will have aggregate consequences. We will have ongoing

Dans nos projections, nous prévoyons encore une solide croissance de 4 % pour cette année et de 3,5 % pour l'année prochaine. Cela devrait offrir une occasion. À mesure que la pandémie perd de la vigueur, les secteurs les plus touchés devraient se rétablir. Dans nos propres projections, nous prévoyons une solide croissance, particulièrement au chapitre de la consommation de services, ce qui devrait contribuer à améliorer l'emploi dans certains des secteurs les plus touchés.

Au bout du compte, la politique monétaire est un outil d'ensemble très macroéconomique. Nous ne pouvons pas cibler des groupes précis. Il existe d'autres instruments stratégiques, comme la politique fiscale, qui peuvent être utilisés pour les aider.

J'ajouterais que dans l'avenir, il faut que les politiques visent à accroître l'offre sur le marché du travail, que ce soit sur le marché immobilier ou sur le marché du travail. Par exemple, le plan du gouvernement pour améliorer l'accès et réduire le coût dans le domaine de la garde d'enfants est un bon exemple de politique pouvant contribuer à améliorer la participation des parents — particulièrement celle des mères — au marché du travail, à faire croître le marché du travail et l'économie, à créer d'autres espaces où le Canada peut croître, et à améliorer les revenus et le bien-être des Canadiens.

Ainsi, que ce soit sur le marché immobilier ou le marché du travail, de façon générale, les politiques qui améliorent l'offre et aident les gens à s'aider eux-mêmes seront essentielles pour favoriser la croissance.

**La présidente :** Le sénateur Woo a une question de suivi à ce sujet. Vous avez indiqué à l'instant que vous ne pouvez pas observer directement l'emploi durable maximal. Comment, alors, saurez-vous que vous l'avez atteint, et comment saurons-nous que vous le savez?

**M. Macklem :** Permettez-moi de vous dire un mot sur le travail que nous accomplissons sur ce plan. Dans le rapport de la semaine dernière, nous nous sommes efforcés de souligner le large éventail d'indicateurs du marché du travail que nous suivons. En plus de ce que nous avons publié la semaine dernière, il existe un document analytique du personnel qui traite de cette question plus en détail.

À l'heure actuelle, nous évaluons la situation du marché du travail par rapport à ce qu'elle était avant la pandémie. C'est logique. C'est un point de référence évident. À mesure que nous avançons, il deviendra un élément de l'histoire. Le marché du travail est dynamique. Il y a le vieillissement. Des forces importantes ont des répercussions sur l'économie : les nouvelles technologies, la numérisation. Les changements climatiques vont également avoir des effets sectoriels très différents dans

work to do to assess the relevant benchmarks as we look at this broad set of labour market indicators, and there may well be other indicators we need to look at as well. That work has already started and you will see that in the coming months.

We're not going to be able to put a number on maximum sustainable employment. We will look at a broad range of labour indicators, including things like wages as well as measures of how many people are working across different age and gender cohorts. We're not going to be able to put a number on it, but you can get an assessment of the overall tightness of the labour market and how much unused capacity there is in the labour market. Obviously, if the labour market gets too tight, that starts to become inflationary and that will be a signal to us that we're there.

**Senator Quinn:** Good afternoon, governor and deputy governor. Thank you for joining us this afternoon. This has been very interesting. The information provided in advance, along with the questions and responses, have caused me to change my questions over the last little bit.

You have touched on some of the things I was interested in hearing a bit more about, such as the aging workforce, increasing retirements and things of that nature.

Over the last few weeks, I've talked to different groups in different sectors. There is a recurring theme that becomes more and more troublesome the more groups I speak to. Yes, the retirements are there and there is a lack of people to move into these roles. Even more concerning is that in the pipe, we're not getting the numbers of young Canadians to study in areas that will position them to move into critical areas, transportation being one of them. There is a chronic, looming issue — with rail, road, marine in particular — of a lack of people to assume those roles in order to move our goods that are being produced into the various marketplaces, whether domestic or in the export market.

Is the bank's analytical community looking at these factors? It's not so much the vacancies, but who is coming in and who are we training to move into those jobs? Thank you.

**Mr. Macklem:** What you see in the economy right now is a strong demand for workers with digital skills. If you look at employment for people with digital skills, it is well above pre-pandemic levels. Even with that strength in hiring, there are a lot of vacancies. That will probably continue. This pandemic has accelerated the digital economy. I don't think we're rolling back.

l'économie, à une échelle qui aura des conséquences globales. Nous devrons travailler constamment pour évaluer les points de repère pertinents lorsque nous examinerons ce vaste ensemble d'indicateurs du marché du travail, et il se pourrait bien qu'il y ait d'autres indicateurs également. Ce travail est déjà commencé et vous le verrez dans les mois à venir.

Nous ne serons pas en mesure de donner un chiffre sur l'emploi durable maximal. Nous examinerons un large éventail d'indicateurs du travail, y compris des éléments comme les salaires ainsi que le nombre de personnes qui travaillent dans les différentes cohortes d'âge et de sexe. Nous ne pourrons pas donner de chiffre, mais on peut obtenir une évaluation du resserrement général du marché du travail et de la capacité non utilisée dans ce dernier. Évidemment, si le marché du travail se resserre trop, cela se traduira par une augmentation de l'inflation et ce sera un signal que nous en sommes là.

**Le sénateur Quinn :** Bonjour, monsieur le gouverneur, bonjour madame la sous-gouverneure. Je vous remercie de votre présence aujourd'hui. C'est très intéressant. L'information qui nous a été fournie à l'avance, de même que les réponses aux questions qui ont été posées m'ont amené à modifier un peu mes questions.

Vous avez parlé de certains des aspects sur lesquels je voulais en savoir un peu plus, comme le vieillissement de la main-d'œuvre et l'augmentation des départs à la retraite.

Au cours des dernières semaines, j'ai parlé à divers groupes de différents secteurs. Il y a un thème récurrent qui suscite de plus en plus d'inquiétudes à mesure que je m'adresse à des groupes. Oui, il y a des départs à la retraite et on manque de personnes pour occuper les postes vacants. Ce qui est encore plus préoccupant, c'est que le nombre de jeunes Canadiens qui étudient dans des domaines qui les amèneront à travailler dans des secteurs critiques, le transport étant l'un d'entre eux, n'est pas suffisant. Un problème chronique se profile — dans le transport ferroviaire, routier et maritime en particulier —, et c'est qu'on manque de personnes pour acheminer nos produits vers les différents marchés, qu'ils soient nationaux ou internationaux.

Les analystes de la banque se penchent-ils sur ces facteurs? Il ne s'agit pas tant des postes vacants, mais des gens que nous formons pour occuper ces postes? Merci.

**M. Macklem :** Ce que l'on observe actuellement dans l'économie, c'est qu'il y a une forte demande de travailleurs qui possèdent des compétences numériques. Lorsqu'on examine le taux d'emploi des personnes qui ont des compétences numériques, on constate qu'il est bien supérieur à ce qu'il était avant la pandémie. Malgré cette forte embauche, il y a beaucoup de postes vacants et cela va probablement continuer. Cette pandémie a accéléré le passage à une économie numérique. Je ne pense pas que nous soyons en train de revenir en arrière.

That does put a premium on training and education. Our universities and colleges need to respond. Before I was governor, I was dean of the Rotman School of Management. I know that at U of T and a number of other leading institutions in Canada, there was an increasing effort to expand those programs. More broadly, I think colleges and universities have to build digital skills across every program, not simply engineering, math and statistics. Digital skills are going to become a core work skill that everybody needs.

Companies also have a responsibility and opportunity to train their workers. New digital platforms are making it much easier to train people and reach more people within companies. Those kinds of investments will be key to realizing some of the productivity gains we talked about earlier.

The other area where we're seeing a lot of shortages — and this goes back to pre-pandemic — is in skilled trades. Right now there are critical shortages in transportation. I know that you know a lot about ports. Our ports need people and improved logistics. The B.C. floods, for example, have further disrupted our transportation routes, and getting that stuff fixed will be extremely important.

There is an acute need right now to try to improve the flow of goods in Canada and globally. Anything that can be done at different levels of government to help with that will be helpful so people can buy the goods they want and companies can get the goods they want to invest in. There is some mismatch in the demand for labour with the skills. As a country, we need to work to try to reduce that mismatch.

The other piece of the puzzle is immigration. Obviously, through the pandemic, bringing in immigrants has been very difficult. There remains a backlog with bringing in immigrants, but we are pleased to see that immigration is rebounding. It's going to be important to make sure we have an efficient, effective immigration system to help bring in the skills and the people we need to grow this country.

**The Chair:** Thank you very much, governor.

I would like to ask a question as we wrap up this first section. We're quickly running out of time.

As we've heard you speak today and basically since your appointment, you're much more vocal on a whole range of social policy issues: the importance of women in the workforce, environmental policy, housing needs, the workforce, the nature

La formation est donc très importante. Nos universités et nos collèges doivent réagir. Avant d'être gouverneur, j'étais doyen de l'École de gestion Rotman. Je sais qu'à l'Université de Toronto et dans un certain nombre d'autres établissements de premier plan au Canada, on s'est efforcé d'élargir ces programmes. De manière plus générale, je pense que les collèges et les universités doivent intégrer les compétences numériques dans tous les programmes, et pas seulement en ingénierie, en mathématiques et en statistiques. Les compétences numériques vont devenir des compétences professionnelles essentielles dont tout le monde a besoin.

Les entreprises ont également la responsabilité et la possibilité de former leurs travailleurs. Grâce aux nouvelles plateformes numériques, il est beaucoup plus facile de former les gens et de rejoindre un plus grand nombre de personnes au sein des entreprises. Ce type d'investissement sera essentiel pour réaliser certains des gains de productivité dont nous avons parlé précédemment.

L'autre secteur dans lequel nous constatons qu'il y a des pénuries importantes — et cela remonte à avant la pandémie —, c'est celui des métiers spécialisés. À l'heure actuelle, il y a de graves pénuries dans le secteur des transports. Je sais que vous en savez beaucoup sur les ports. Nos ports ont besoin de personnel et d'une meilleure logistique. Par exemple, les inondations en Colombie-Britannique ont perturbé davantage nos voies de transport, et il sera extrêmement important de remédier à la situation.

En ce moment, il faut absolument essayer d'améliorer la circulation des marchandises au Canada et dans le monde. Tout ce que peuvent faire les différents gouvernements à cet égard sera utile pour que les gens puissent acheter les produits qu'ils veulent et que les entreprises puissent obtenir les produits dans lesquels elles veulent investir. Il y a un certain décalage entre la demande de main-d'œuvre et les compétences. Notre pays doit s'efforcer de réduire ce décalage.

L'autre pièce du casse-tête est l'immigration. Il est évident que, pendant la pandémie, il a été très difficile de faire venir des immigrants. Il y a toujours un retard sur ce plan, mais nous sommes heureux de constater que l'immigration reprend. Il sera important de nous assurer que notre système d'immigration est efficace pour faire venir des personnes qui possèdent les compétences dont nous avons besoin pour assurer la croissance de ce pays.

**La présidente :** Merci beaucoup, monsieur le gouverneur.

Je voudrais poser une question pour conclure cette première partie. Notre temps s'écoule rapidement.

D'après ce que vous avez dit aujourd'hui et, en gros, depuis votre nomination, vous vous exprimez beaucoup plus sur toute une série de questions de politique sociale : l'importance des femmes sur le marché du travail, les politiques

of the workforce and how it should be shaped. Is this a new role that you're trying to define for the governor, that they must tie their activities to some of the realities that the public is seeing? Some people call it "mission creep." You may have another way to describe it.

**Mr. Macklem:** I do have another way to describe it.

First of all, I would emphasize that everything we study, everything we talk about is anchored in our mandate. We need to understand what's going on in the economy. And I think this pandemic has really illustrated that the effects of the pandemic have been very uneven across different sectors. You can't understand the macroeconomy without looking under the hood and digging deeper and looking at the impact on different sectors and different workers.

When you look ahead, climate change is going to be the defining challenge of the future. It's going to affect every sector of the economy, but it will not affect them equally. It will have very different effects. That will be on a scale where it will have macroeconomic consequences. So we are going to have to look under the hood and understand.

That is an important reason why we have been looking at things on a more granular level. We need to do that to be effective and to deliver for Canadians and do our job.

The other thing I would highlight is that we are spending more time trying to listen to Canadians. We've renewed our mandate now a number of times and we've regularly talked to experts and to markets. This time, we made a concerted effort to talk to Canadians. We ran a cross-country survey, Let's Talk Inflation. We had a series of focus groups. That was very informative. We learned a lot about how people experience inflation. One thing I really took away from that is inflation was running at about 1% when we did this. Nevertheless, we heard very clearly from Canadians that they do not like inflation. Inflation makes it harder for them to pay their bills. It makes it harder for them to plan. They want low, stable inflation.

Getting back to Senator Bellemare's question, the other thing that came through was while some wanted a dual mandate and some didn't, and there was quite a bit of diversity on that subject, overall there was a sense that people wanted jobs. They wanted employment to be part of the monetary policy conversation, and I think that is reflected in our new mandate.

environnementales, les besoins en logement, la main-d'œuvre, la nature de la main-d'œuvre et son évolution. S'agit-il d'un nouveau rôle que vous essayez de définir pour le gouverneur, qui doit établir un lien entre ses activités à certaines des réalités que le public observe? Certaines personnes appellent cela un « changement d'orientation de la mission ». Vous avez peut-être une autre façon de le décrire.

**M. Macklem :** J'ai une autre façon de le décrire.

Tout d'abord, je tiens à souligner que tout ce que nous étudions, tout ce dont nous parlons s'appuie sur notre mandat. Nous devons comprendre ce qui se passe dans l'économie. Et je pense que la pandémie a vraiment montré que les effets de la pandémie varient beaucoup d'un secteur à l'autre. On ne peut pas comprendre la macroéconomie sans creuser davantage et examiner les répercussions sur différents secteurs et différents travailleurs.

Si l'on se projette dans l'avenir, les changements climatiques seront notre plus grand défi. Ils auront des répercussions sur tous les secteurs de l'économie, mais pas de la même manière. Ils auront des effets très différents, et ce, à un degré tel qu'ils auront des conséquences macroéconomiques. Nous allons donc devoir regarder les choses de plus près et comprendre.

C'est une raison importante pour laquelle nous examinons les choses de plus près. Nous devons le faire pour être efficaces, pour servir les Canadiens et pour faire notre travail.

L'autre chose que je voudrais souligner, c'est que nous passons plus de temps à essayer d'écouter les Canadiens. Nous avons renouvelé notre mandat à un certain nombre de reprises maintenant et nous avons discuté régulièrement avec des spécialistes et des acteurs des marchés. Cette fois-ci, nous avons fait un effort concerté pour parler aux Canadiens. Nous avons mené une enquête intitulée « Parlons inflation! » à l'échelle du pays. Nous avons organisé une série de groupes de discussion. Le tout a été très instructif. Nous en avons beaucoup appris sur la façon dont l'inflation touche les gens. L'une des choses que j'ai vraiment retenues, c'est que bien que l'inflation se situait à environ 1 % au moment de l'enquête, les Canadiens nous ont dit très clairement qu'ils n'aimaient pas l'inflation. Elle leur complique la tâche lorsqu'ils doivent payer leurs factures et planifier les choses. Ils veulent que l'inflation soit à un niveau bas et stable.

Pour revenir à la question de la sénatrice Bellemare, l'autre chose qui est ressortie, c'est que si certains étaient en faveur d'un double mandat et d'autres non, et les avis divergeaient beaucoup à cet égard, dans l'ensemble, on sentait que les gens voulaient des emplois. Ils voulaient que l'emploi soit pris en compte dans la politique monétaire, ce qui se reflète dans notre nouveau mandat, je pense.

When we look to the future, what are some of the other big issues that will touch every Canadian? We're planning for the possibility of a central bank digital currency. A digital currency will be something that every Canadian interacts with. So we've got experts working on the technology. One of the things you're going to see this year is us reaching out more directly to talk to Canadians. What do they expect in a digital currency? What are their aspirations? How would they use it? What are their concerns?

We come to work every day in the service of Canadians, and understanding Canadians' perceptions, aspirations, their level of confidence in the bank, their concerns, that is important for us to be successful in our role.

So yes, we are more out there than you've seen in the past, and that is something that will continue, but I would underline that we're doing this in the service and in the pursuit of our mandates.

**The Chair:** We are rapidly running out of time here, and I want to give my colleagues more of an opportunity to speak. I'm going to ask you to keep your questions very brief — no long introductory remarks — and I will ask the governor to keep his answers brief as well because we have about 20 minutes to go, and I have five or six questioners still waiting.

*[Translation]*

**Senator Bellemare:** I want to follow up on what you just said, Mr. Macklem. More and more, the Bank of Canada is taking a granular look at things. I realize the Bank of Canada is not a political institution, but are you in regular contact with the Department of Finance when it comes to coordinating shared objectives in a consistent manner? As you said, the effectiveness of monetary policy depends on policies at the microeconomic level.

When you raise interest rates and tighten monetary policy, should we be concerned about foreign debt? Will foreign markets hold our debt? Do you have any concerns on that front?

**Mr. Macklem:** To answer your first question, I would say that the Bank of Canada and the Department of Finance have discussions on a number of levels. Yes, we share our projections, economic information and surveys with the people at the Department of Finance. In accordance with legislation, the minister and the governor... I'm not sure of the French wording in the legislation, but I believe in English, it says —

Lorsque nous pensons à l'avenir, quelles sont les autres grandes questions qui toucheront tous les Canadiens? Nous prévoyons la possibilité de l'émission d'une monnaie numérique de banque centrale. Une monnaie numérique sera un élément qui touchera tous les Canadiens. Nous avons donc des spécialistes qui travaillent au volet technologique. L'une des choses que vous verrez cette année, c'est que nous nous adresserons plus directement aux Canadiens. Qu'attendent-ils d'une monnaie numérique? Quelles sont leurs aspirations? Comment l'utiliseraient-ils? Quelles sont leurs préoccupations?

Nous venons travailler tous les jours au service des Canadiens, et il est important que nous comprenions leurs perceptions, leurs aspirations, leur degré de confiance à l'égard de la banque et leurs préoccupations pour bien remplir notre rôle.

Alors, oui, nous sommes plus présents que par le passé, et cela va continuer, mais je tiens à souligner que nous le faisons au service des Canadiens et dans le cadre de nos mandats.

**La présidente :** Le temps qui nous est imparti s'écoule rapidement, et je veux donner à mes collègues la possibilité d'intervenir. Je vais vous demander de poser des questions très brèves — de ne pas faire de longues observations préliminaires — et je demanderais au gouverneur de s'en tenir à des réponses brèves également, car il nous reste environ 20 minutes, et cinq ou six membres du comité attendent toujours.

*[Français]*

**La sénatrice Bellemare :** Afin de faire suite à ce que vous venez de dire, monsieur Macklem, compte tenu de la recherche granulaire qui se fait de plus en plus à la Banque du Canada — l'organisme de la Banque du Canada n'est pas politique, mais bon —, avez-vous des discussions régulières avec le ministère des Finances pour être en mesure de coordonner d'une manière soutenue des objectifs communs? Comme vous l'avez dit, l'efficacité de la politique monétaire dépend des politiques sur le plan microéconomique.

Quand vous augmenterez les taux d'intérêt et que vous resserrerez la politique monétaire, devrait-on avoir des craintes sur le plan de l'endettement étranger? Est-ce que notre dette sera détenue à l'étranger? Avez-vous des craintes de ce côté?

**M. Macklem :** En ce qui concerne votre première question, il y a des discussions à plusieurs niveaux entre la Banque du Canada et le ministère des Finances. Oui, nous partageons nos prévisions, des informations économiques ainsi que nos sondages avec le personnel du ministère des Finances. Conformément à la législation, le ministre et le gouverneur... Je ne connais pas le mot en français dans la législation, mais je pense qu'en anglais, c'est —

## [English]

It says that the governor and the Minister of Finance should speak periodically on a regular business. I can assure you that does happen. We do share our perspectives and that is helpful for both of us in the pursuit of our respective mandates.

## [Translation]

Your second question pertains to public debt. Canada's debt rose significantly during the pandemic for a very good reason. The good news is that, despite this sharp increase, in comparison with other G7 countries, the level of debt is still fairly low. A large part of that debt is financed over the long term, so yes, a higher interest rate would affect the level of debt. However, it would not change the cost of that long-term debt.

It would take a while before higher interest rates had an impact. Yes, households, businesses and the government would be affected. Yes, there would be an impact, but no, we aren't concerned it would result in an economic crisis.

**Senator Bellemare:** Thank you.

## [English]

**Senator Loffreda:** Thank you, once again, to the governor and the deputy governor. I would like to get your comments on the size of the Government of Canada debt that the Bank of Canada is currently holding. When I look at Finance Canada's *The Fiscal Monitor*, I see the government has sold roughly \$1 trillion in bonds up until the end of November. That's the most recent *The Fiscal Monitor*, released last Friday, January 28. In my understanding, it is currently at 43%, which is down from the 46% reported in October in the *Monetary Policy Report*.

If the bank continues with its reinvestment phase, what impact will this have on the number of bonds being held by the bank? Would you continue to own roughly the same amount? Is there a link? And is this not a concern?

**Mr. Macklem:** This is getting a bit hypothetical. We've indicated that once we increase interest rates, we will consider exiting the reinvestment phase and allowing bonds to roll off our balance sheet. But with that important caveat, as you indicated, the holdings by the Bank of Canada of Government of Canada debt peaked at about 46% of the outstanding stock of government debt. As we've entered the reinvestment phase, basically the issuance is higher than our purchases. Our purchases are much lower now. So that share has started to fall. It fell from 46% to 43%.

## [Traduction]

Elle prévoit que le gouverneur et le ministre des Finances discutent régulièrement. Je peux vous assurer que c'est vrai. Nous partageons nos points de vue, ce qui nous aide tous les deux dans le cadre de nos mandats respectifs.

## [Français]

Votre deuxième question concerne l'endettement public. La dette du Canada a beaucoup augmenté durant la crise pour une très bonne raison. La bonne nouvelle, c'est que, malgré cette forte hausse, si l'on compare avec d'autres pays du G7, l'endettement est encore assez bas. Une grande partie de cette dette est financée à long terme donc oui, une augmentation du taux d'intérêt affectera le niveau de la dette. Cependant, en ce qui concerne la dette à long terme, cela ne va pas changer le coût de celle-ci.

Cela prendra un bon moment avant que les taux d'intérêt plus élevés aient un effet. Oui, cela aura un effet sur les ménages, les entreprises et le gouvernement. Donc, oui, cela créera un effet, mais non, nous ne craignons pas que cela crée une crise fiscale.

**La sénatrice Bellemare :** Merci.

## [Traduction]

**Le sénateur Loffreda :** Encore une fois, je remercie le gouverneur et la sous-gouverneure. J'aimerais obtenir vos commentaires sur la proportion de la dette du gouvernement du Canada que la Banque du Canada détient présentement. Selon *La revue financière*, de Finances Canada, le gouvernement a vendu environ 1 billion de dollars d'obligations jusqu'à la fin de novembre. Cette information figure dans la plus récente édition de *La revue financière*, qui a été publiée vendredi dernier, soit le 28 janvier. Je crois comprendre qu'à l'heure actuelle, la proportion est d'environ 43 %, comparativement à 46 %, comme l'indiquait le *Rapport sur la politique monétaire* en octobre.

Si la banque poursuit sa phase de réinvestissement, quel effet cela aura-t-il sur les obligations détenues par la banque? Continuerez-vous à détenir à peu près la même chose? Y a-t-il un lien? Et n'y a-t-il pas lieu de s'inquiéter?

**Mr. Macklem :** Cela devient un peu hypothétique. Nous avons indiqué qu'une fois que nous aurons augmenté les taux d'intérêt, nous envisagerons de mettre un terme à la phase de réinvestissement et de laisser les obligations disparaître de notre bilan. Mais avec cette importante mise en garde, comme vous l'avez indiqué, la proportion de la dette publique détenue par la Banque du Canada a atteint un sommet d'environ 46 %. Comme nous sommes entrés dans la phase de réinvestissement, essentiellement, les émissions sont plus élevées que nos achats. Nos achats sont beaucoup plus faibles maintenant. La proportion a donc commencé à diminuer. Elle est passée de 46 à 43 %.

Now, exactly how fast it falls would depend on how much the government issues, but you've seen over several months it has fallen from 46% to 43%. So if we were to stay in the reinvestment phase, it would continue to fall gradually. If we moved to allowing government bonds to roll off — in other words, we don't purchase new bonds to replace the ones that roll off — the share will start to go down more quickly.

**Senator Loffreda:** Is it a concern?

**Mr. Macklem:** No, it's not a concern. I think the time for quantitative easing, together with exceptional forward guidance, proved to be very effective policy tools to support the economy through the recovery. The economy has now recovered. We don't need emergency levels of monetary policy. We have moved off emergency levels. We've indicated that interest rates will be on a rising path, and we've indicated that we will be considering a quantitative tightening once we raise our policy rate.

The message is that the economy is growing strongly. Interest rates are at all-time ultra lows. Our balance sheet is bigger than it has ever been. It's time to start normalizing that. We don't need these exceptional policies going forward.

**Senator Loffreda:** Thank you.

**Senator Marshall:** I noticed the Minister of Finance tabled the Public Accounts just before Christmas, and there was a note there that referenced the \$19-billion loss relating to Government of Canada bond purchases by the Bank of Canada. I couldn't understand the note and had to contact the auditors to get an explanation.

When you say now you're not going to aggressively clean off your balance sheet, you're just going to let the \$433 billion, you're saying at this point you're just going to let it mature. Are you doing that because if interest rates are going to rise, by just letting the \$433 billion roll off as they mature, does that avoid or diminish the possibility of future losses similar to the \$19 billion that's reported in the Public Accounts?

**Mr. Macklem:** Let me be very clear on this point. We do not run monetary policy to maximize the revenue or minimize the losses. We run monetary policy to pursue our mandate, which is to control inflation. That is really why you have an independent central bank: so that it can pursue its mandated policy objective.

Over time, monetary policy — the Bank of Canada is very profitable. If you have a monopoly on printing physical banknotes, you print those at very minor cost. And then the other

Maintenant, le rythme exact de cette baisse dépend des émissions du gouvernement, mais vous avez vu que sur plusieurs mois, la proportion est passée de 46 à 43 %. Donc, si nous devions rester dans la phase de réinvestissement, elle continuerait à baisser progressivement. Si nous laissons les obligations du gouvernement disparaître de notre bilan — autrement dit, si nous n'achetons pas de nouvelles obligations pour remplacer celles qui viennent à échéance —, la proportion commencera à diminuer plus rapidement.

**Le sénateur Loffreda :** Est-ce préoccupant?

**M. Macklem :** Non. Je pense que le recours à l'assouplissement quantitatif ainsi que les indications prospectives exceptionnelles se sont avérés être des outils de politique très efficaces pour soutenir l'économie pendant la reprise. L'économie s'est maintenant rétablie. Nous n'avons pas besoin de mesures monétaires d'urgence. Nous ne sommes plus dans les niveaux d'urgence. Nous avons indiqué que les taux d'intérêt augmenteront et que nous envisagerons un resserrement quantitatif lorsque nous aurons relevé notre taux directeur.

L'économie est en forte croissance. Les taux d'intérêt n'ont jamais été aussi bas. Notre bilan est plus important qu'il ne l'a jamais été. Il est temps de commencer à normaliser tout cela. Nous n'avons pas besoin de ces politiques exceptionnelles.

**Le sénateur Loffreda :** Merci.

**La sénatrice Marshall :** J'ai constaté que la ministre des Finances a déposé les Comptes publics juste avant Noël, et qu'il y avait une note dans laquelle on faisait référence à la perte de 19 milliards de dollars liée aux achats d'obligations du gouvernement du Canada par la Banque du Canada. Je n'ai pas compris la note et j'ai dû contacter les vérificateurs pour obtenir une explication.

Lorsque vous dites maintenant que vous n'allez pas procéder à un assainissement radical du bilan, que vous allez simplement maintenir le réinvestissement de 433 milliards de dollars, vous dites qu'à ce stade, vous allez simplement laisser les obligations arriver à échéance. Le faites-vous parce que si les taux d'intérêt augmentent, en laissant simplement les 433 milliards de dollars arriver à échéance, on évite qu'il y ait des pertes similaires aux 19 milliards de dollars signalés dans les Comptes publics, ou on diminue la possibilité qu'il y en ait?

**M. Macklem :** Permettez-moi d'être très clair sur ce point. Nous ne menons pas une politique monétaire pour maximiser les revenus ou minimiser les pertes. Nous le faisons pour accomplir notre mandat, qui est de contrôler l'inflation. C'est vraiment la raison pour laquelle une banque centrale indépendante existe : pour qu'elle puisse atteindre son objectif en matière de politique.

Au fil du temps, la politique monétaire... La Banque du Canada est très rentable. Si on a le monopole de l'impression des billets de banque, on les imprime à un coût très faible. Puis,

element you hold on your balance sheet is Government of Canada bonds. This is normal course. This is not QE. This is just normal course. You earn interest on those bonds. Those profits are regularly remitted to the government. But we don't run the Bank of Canada to maximize those profits. We run it to achieve our mandate.

**Senator Marshall:** Okay. But the question —

**Mr. Macklem:** I will get to the other point. But that was a very important point to start with.

You are correct that right now on our balance sheet you can see — it's reported every month — there is an indemnity. So on the bonds that we hold, there are mark-to-market gains or losses depending on what interest rates do. Because we bought these bonds at the depths of the crisis when interest rates were across the curve extremely low, the economy is now recovering — that's a good thing — longer-term bond rates have gone up; there is a mark-to-market loss on our balance sheet.

When we embarked on quantitative easing, we knew there was that possibility. The Government of Canada Department of Finance indemnified the Bank of Canada for those. The value of that indemnity appears on our balance sheet. I think it's about \$7 billion right now. It fluctuates with movements in interest rates. The value of it will also change — coming back to Senator Loffreda's comment — with the size of our balance sheet. We start to let things roll off; that will affect it as well.

If we were to actively sell bonds on our balance sheet, any losses or gains would be realized. If we don't sell them, if we simply hold them to maturity, those gains or losses would not crystallize.

**Senator Marshall:** I understand. Thank you.

**The Chair:** Thank you very much.

**Senator Massicotte:** Governor, I want to talk very quickly about the real estate market. You expect with your monetary policy that it will stabilize, which means what? I know from a market sense because of NIMBY and municipalities, I'm still convinced there is going to be a shortage of supply. What is the objective you're trying to achieve? Are you trying to erase the 30% increase in housing prices over the last 12 months? In other

l'autre élément qu'on détient dans le bilan, ce sont des obligations du gouvernement du Canada. C'est le cours normal des choses. Il ne s'agit pas d'assouplissement quantitatif. C'est tout simplement normal. Des intérêts sont versés sur ces obligations. Ces bénéfices sont régulièrement transférés au gouvernement. Or, nous ne dirigeons pas la Banque du Canada pour maximiser ces profits. Nous la dirigeons pour accomplir notre mandat.

**La sénatrice Marshall :** D'accord, mais la question...

**M. Macklem :** Oui, j'aborderai aussi l'autre point. Mais il était important de soulever ce point pour commencer.

Vous avez raison, car dans notre bilan actuel, il est indiqué — comme à chaque mois — qu'il y a une indemnité. Les obligations que nous détenons génèrent donc des gains ou des pertes évaluées à la valeur du marché en fonction de l'évolution des taux d'intérêt. Comme nous avons acheté ces obligations au plus fort de la crise, lorsque les taux d'intérêt étaient extrêmement bas sur toute la ligne, et que l'économie est en train de se redresser — c'est une bonne chose —, les taux des obligations à plus long terme ont augmenté. Notre bilan affiche donc une perte évaluée à la valeur du marché.

Lorsque nous nous sommes lancés dans l'assouplissement quantitatif, nous savions que c'était une possibilité. Le ministère des Finances du gouvernement du Canada a indemnisé la Banque du Canada à cet égard. La valeur de cette indemnité est inscrite dans notre bilan. Je crois qu'elle est d'environ 7 milliards de dollars actuellement, mais elle fluctue en fonction des taux d'intérêt. Sa valeur changera également — pour revenir au commentaire du sénateur Loffreda — en fonction de la taille de notre bilan. La reprise est entamée, et cela aura aussi des répercussions.

Si nous devions vendre activement des obligations dans notre bilan, toute perte ou tout gain serait concrétisé. Si nous ne les vendons pas, si nous les conservons simplement jusqu'à l'échéance, ces gains ou ces pertes ne se concrétiseront pas.

**La sénatrice Marshall :** Je comprends. Je vous remercie.

**La présidente :** Je vous remercie beaucoup.

**Le sénateur Massicotte :** Monsieur Macklem, j'aimerais très rapidement aborder la question du marché immobilier. Vous vous attendez à ce que ce marché se stabilise grâce à votre politique monétaire. Mais qu'est-ce que cela signifie? Personnellement, en raison du syndrome « pas dans ma cour » et des municipalités, je suis convaincu que l'offre continuera d'être insuffisante sur ce marché. Quel est votre objectif? Essayez-vous

words, that would not be very popular. I suppose a few parliamentarians would agree with that. But if you want to get back to removing the inflationary impact, that's what one should do.

When you say "housing markets to stabilize," what is the objective? What is it you hope to see relative to the prices?

**Mr. Macklem:** We run monetary policy for the whole economy. We don't have a specific objective for the housing sector. Obviously, you don't want to create financial instability, but our objective is to bring inflation back to target in a way that sustains solid growth along that path. The housing sector is part of the economy, but it's certainly not the whole economy.

Let me turn to Senior Deputy Governor Rogers to say a few more words about our housing outlook.

**Ms. Rogers:** Yes, I was going to say the same thing the governor did. We don't have an objective in terms of the price of housing. That is not something we target. We target inflation.

Maybe what you were referring to, senator, was that in our *Monetary Policy Report*, we talk about what we see the housing market doing over the near term. And that comes back to some of the dynamics that I spoke about in the previous question where we see some of the effects of the shift in Canadians' preferences for housing subsiding as the pandemic subsides. Certainly, an upward path for interest rates will have some moderating effect on demand.

We do think the elevated levels of housing activity that we see right now will gradually come down as activity comes down. That's one of the pressures you see on prices. So we will see some moderation, but to be very clear, as the governor said, we don't have an objective or a target in mind for the housing market. That's not the business we're in.

**Senator Massicotte:** Thank you.

[*Translation*]

**Senator Gignac:** This is more of an academic question. In previous cycles, a monetary policy shift was said to have a time lag of 9 to 15 months. In other words, it took that long for the full economic effects to be felt. Given that the majority of Canadians opted for variable rate mortgages during the pandemic

de faire disparaître l'augmentation de 30 % des prix des logements qui a été observée au cours des 12 derniers mois? Autrement dit, cela ne serait pas très populaire. Je présume que quelques parlementaires seraient d'accord avec cela. Mais si vous voulez éliminer l'incidence inflationniste, c'est ce qu'il faut faire.

Lorsque vous parlez de « rééquilibrer les marchés du logement », quel est l'objectif? Qu'espérez-vous voir se produire par rapport aux prix?

**M. Macklem :** Nous menons une politique monétaire pour l'ensemble de l'économie. Nous n'avons pas d'objectif particulier pour le secteur du logement. Il est évident que nous ne voulons pas créer d'instabilité financière, mais notre objectif est de ramener l'inflation à la cible tout en favorisant une croissance robuste. Le secteur du logement fait partie de l'économie, mais ce n'est certainement pas toute l'économie.

Permettez-moi de donner la parole à la première sous-gouverneure, Mme Rogers, qui vous en dira davantage sur nos perspectives en matière de logement.

**Mme Rogers :** Oui, j'allais dire la même chose que le gouverneur. En effet, nous n'avons pas d'objectif en ce qui concerne le prix des logements. Ce n'est pas l'une de nos cibles; nous ciblons l'inflation.

Sénateur, vous faisiez peut-être référence aux prévisions à court terme à l'égard du marché du logement que nous avons formulées dans notre *Rapport sur la politique monétaire*. Et cela revient en partie à la dynamique dont j'ai parlé dans ma réponse à la question précédente, à savoir que les effets des préférences des Canadiens en matière de logement s'atténuent en même temps que la pandémie. Il est toutefois certain qu'une trajectoire ascendante des taux d'intérêt aura un effet modérateur sur la demande.

Nous pensons que les niveaux élevés d'activité que nous observons actuellement dans le secteur du logement diminueront progressivement en même temps que la vitalité. C'est l'une des pressions qui s'exercent sur les prix. Nous observerons donc un certain ralentissement, mais je tiens à ce qu'on comprenne bien, comme l'a dit le gouverneur, que nous n'avons pas d'objectif ou de cible en tête pour le marché du logement. Ce n'est pas notre domaine.

**Le sénateur Massicotte :** Je vous remercie.

[*Français*]

**Le sénateur Gignac :** C'est une question un peu plus pédagogique, académique. Dans les cycles précédents, on disait que les délais de transmission des changements de cap de la politique monétaire pouvaient prendre de neuf à quinze mois avant d'exercer leur plein impact sur l'économie. Dans la mesure

and given what you see on your balance sheet, is that still true? What is the rule of thumb? In light of that monetary policy lag, should the Bank of Canada go beyond the neutral rate to bring inflation down to 2%, or should it respond more quickly?

**Mr. Macklem:** As you know, Senator Gignac, thanks to Milton Friedman, we have a popular saying in economics:

[*English*]

Monetary policy has long and variable lags.

[*Translation*]

There are two sides to the coin. On one hand, yes, Canadians have a high level of debt. We have long held that this is a vulnerability. Given the high level of debt, we could see a stronger impact when interest rates go up. On the other hand, one of the unique things about this pandemic is that the savings rate has gone up significantly, which means households have accumulated a lot more in savings. The average household is better off. It's important to keep in mind that the situation is mixed: Some families bought a home, pushing their financial boundaries and taking on more debt. Other families, however, saved a lot of money during the pandemic. The situation is mixed, so it's tough to say how significant the impact of a rise in interest rates will be. We'll be keeping a close eye on things. We have signalled very clearly that interest rates are on a rising path.

We will make decisions at every meeting, indicating that interest rates are on a rising path. That likely means a series of increases, not just a single increase. After a certain amount of time, we'll be able to take a step back and see just what the impact has been.

Those decisions will depend on economic development and, above all, what happens with inflation, as well as our inflation forecasts. When or if we decide to take a step back, what exactly that rising path looks like will depend on development. We will keep a close eye on the impact of interest rate increases and we'll be able to make adjustments.

**Senator Gignac:** Thank you.

[*English*]

**Senator Yussuff:** Governor, as you're aware, our productivity gains over the last two decades have not exactly been stellar. It's a similar situation if you look at the OECD data in terms of investment in training and machinery and equipment, despite strong indications by various finance ministers. Given the nature of the recovery and the desire to do better going forward,

où la majorité des Canadiens ont opté pour des hypothèques à taux variable durant la pandémie, et dans la mesure où vous avez recours aux bilans, est-ce encore vrai et quelle est la « règle du pouce »? Est-ce que la Banque du Canada, avec ces délais de transmission, devra aller au-delà du taux neutre pour rapporter l'inflation à 2 %, ou devra-t-elle réagir plus rapidement?

**M. Macklem :** Comme vous le savez, sénateur Gignac, il y a une expression bien connue dans le milieu économique qui nous vient de Milton Friedman :

[*Traduction*]

La politique monétaire se caractérise par des délais longs et variables.

[*Français*]

Il y a deux côtés : oui, l'endettement des Canadiens est élevé. Nous disons depuis longtemps que c'est une vulnérabilité. Si l'endettement est élevé, cela peut avoir plus d'impact quand on augmente les taux d'intérêt. D'un autre côté, un des aspects uniques de cette crise, c'est que le taux d'épargne a beaucoup augmenté, donc les ménages ont accumulé beaucoup plus d'épargne. Le bilan des ménages moyens s'est amélioré. Il est important de souligner qu'il y a de la diversité : quelques ménages ont acheté une maison; ils ont peut-être un peu poussé leur capacité et ils ont contracté plus de dettes. Il y a cependant d'autres ménages qui ont beaucoup épargné durant cette crise. Il y a une certaine diversité, et il est difficile de dire si l'impact d'une hausse des taux d'intérêt sera plus ou moins sévère. On va suivre cela de près. Nous avons envoyé un signal très clair selon lequel le taux d'intérêt suivra une trajectoire à la hausse.

Nous prendrons des décisions à chaque réunion en indiquant qu'il s'agit bien d'une trajectoire à la hausse. Cela suppose qu'il y aura une série d'augmentations, et non pas une seule. On peut, après un bout de temps, prendre une pause et examiner quel est l'impact.

Ces décisions dépendront du développement économique et, surtout, de ce qui se passe avec l'inflation et avec nos prévisions concernant l'inflation. Quand nous ferons une pause, ou si nous décidons de faire une pause, la pente de cette hausse des taux d'intérêt dépendra du développement. Nous suivrons de près l'impact des hausses des taux d'intérêt et nous pourrons faire des ajustements.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

[*Traduction*]

**Le sénateur Yussuff :** Monsieur Macklem, comme vous le savez, nous n'avons pas réalisé des gains de productivité extraordinaires au cours des deux dernières décennies. C'est un phénomène qui se répète dans les données de l'OCDE en matière d'investissement dans la formation, les machines et l'équipement, malgré les fortes indications de divers ministres

does the bank have any desire to communicate to businesses, as they look at their investments, how we can better invest to obviously encourage higher productivity gain? At the same time, we are recognizing that we have an aging workforce. We need to renew the skill levels among our young people in the diverse population. This is an area that is lacking clarity from the government. Is the bank planning to encourage businesses to start taking this more seriously?

**Mr. Macklem:** I am speaking to the Canadian Chamber of Commerce next week, and, yes, I will be giving them some encouragement. That is the short answer.

As we come through this recovery from this pandemic, we are getting back to addressing some of the perennial issues that we have faced for some time. And I think it is a legitimate question: What has changed? Or what could change?

I do think that as we come out of this pandemic, there is an opportunity for that to change. We've all had to live with a lot more change through this pandemic. Workers have had to live with more change. Businesses have had to be much more nimble than they were in the past. They could not stand still. They had to change their businesses. They had to figure out how to deliver to customers. They had to figure out how they were going to make it safe or have their workers work remotely.

I do believe there is an opportunity, and it is going to be important that we seize it. Ultimately, our standard of living is directly linked to productivity. As I said earlier, there is an inflation target in the central bank; we're going to bring inflation back to target. The more productivity growth we get, the more people we can draw into the labour force, the more productive our workers are by being better educated and better trained, the bigger this economy can be, the more inclusive it can be, the more productive it can be and the better our standards of living will be.

Yes, this is a shared responsibility. Canadians count on the Bank of Canada to deliver low, stable inflation. They count on businesses to invest in capital and people. They count on governments to create a healthy investment environment. They count on governments to support education, to help people have the capacity to work. It's going to take all of us together to realize this ambition.

**The Chair:** Thank you very much for your comments, governor, and for all the questions from the members of the committee. We have covered an awful lot of turf today

des Finances. Étant donné la nature de la reprise et la volonté de faire mieux à l'avenir, la banque a-t-elle le désir de communiquer aux entreprises, lorsqu'elles se penchent sur leurs investissements, des façons de mieux investir, afin d'encourager un gain de productivité plus élevé? En même temps, nous reconnaissons que notre main-d'œuvre est vieillissante. Nous devons renouveler les niveaux de compétences de nos jeunes au sein de la population diversifiée. Le gouvernement ne précise pas suffisamment ses intentions dans ce domaine. La banque prévoit-elle d'encourager les entreprises à commencer à prendre cette question plus au sérieux?

**M. Macklem :** Je m'adresserai aux membres de la Chambre de commerce du Canada la semaine prochaine et, oui, je vais les encourager en ce sens. C'est la réponse courte.

Au fil de la reprise qui suit la pandémie, nous recommençons à nous attaquer à certaines des questions récurrentes auxquelles nous faisons face depuis un certain temps. Et je pense que nous avons raison de nous demander quels changements ont été apportés ou quels changements pourraient être apportés.

Je suis convaincu qu'au sortir de cette pandémie, nous aurons la possibilité d'apporter ces changements. Nous avons tous dû vivre avec beaucoup plus de changements au cours de cette période. Les travailleurs ont dû faire face à de nombreux changements. Les entreprises ont dû s'adapter beaucoup plus rapidement qu'auparavant. Elles ne pouvaient pas se permettre de rester stagneantes. Elles ont dû modifier leurs activités et trouver des moyens de répondre aux besoins de leurs clients. Elles ont également dû trouver un moyen d'assurer la sécurité de leurs employés ou de leur permettre de travailler à distance.

Je crois qu'une telle occasion existe, et qu'il est important de la saisir. Au bout du compte, notre niveau de vie est directement lié à la productivité. Comme je l'ai dit plus tôt, la banque centrale a une cible en matière d'inflation et nous allons ramener l'inflation à cette cible. Plus la croissance de la productivité sera élevée, plus le nombre de personnes que nous pouvons attirer dans la population active sera élevé, plus nos travailleurs seront productifs grâce à une éducation et à une formation de qualité, plus l'économie sera étendue, inclusive et productive et plus notre niveau de vie sera élevé.

Oui, il s'agit d'une responsabilité partagée. Les Canadiens comptent sur la Banque du Canada pour maintenir une inflation faible et stable. Ils comptent sur les entreprises pour investir dans les immobilisations et les personnes. Ils comptent sur les gouvernements pour créer un environnement d'investissement sain et pour soutenir l'éducation, afin de préparer les gens au marché du travail. Nous devrons travailler tous ensemble pour réaliser cette ambition.

**La présidente :** Monsieur Macklem, je vous remercie beaucoup de vos commentaires. Je remercie également les membres du comité de leurs questions. Nous avons abordé

in our two hours. Just a more formal thank you to Governor Tiff Macklem and Senior Deputy Governor Rogers. Welcome and thank you for being here today. We look forward to more encounters. We have all these topics that you have raised on the list of things to do this session. We hope we will see you again.

Honourable senators, we are at the end of our meeting time. I just want to remind you that next week, we will have a longer in camera session to discuss next steps and the studies that will have priority. We even have some invitations out to some potential witnesses for a short session at the end of all of that, but we will be in touch if we have any answers.

Thanks again to all of you, to the governor, to the deputy governor and to all our staff for working under very difficult circumstances today. We hardly even heard any horns honking. Thanks so much. We'll see you again next week.

(The committee adjourned.)

un grand nombre d'enjeux aujourd'hui en seulement deux heures. J'aimerais remercier officiellement le gouverneur, M. Tiff Macklem, ainsi que la première sous-gouverneure, Mme Rogers. Nous vous remercions beaucoup d'avoir participé à la réunion d'aujourd'hui et nous avons hâte de vous accueillir à nouveau. Toutes les questions que vous avez soulevées se trouvent sur notre liste de choses à examiner pendant la présente session. Nous espérons vous revoir bientôt.

Honorables sénateurs, nous arrivons à la fin du temps imparti pour la réunion. Je tiens seulement à vous rappeler que la semaine prochaine, nous aurons une séance à huis clos plus longue pour discuter des prochaines étapes et des études qui seront prioritaires. Nous avons même invité quelques témoins à participer à une courte séance à la fin de ce processus, et nous vous tiendrons au courant des réponses que nous recevrons.

Encore une fois, je remercie tout le monde, et je remercie le gouverneur, la première sous-gouverneure et tous les membres du personnel qui ont travaillé dans des conditions très difficiles aujourd'hui. Heureusement, nous n'avons pratiquement entendu aucun coup de klaxon. Je vous remercie beaucoup. Nous nous reverrons la semaine prochaine.

(La séance est levée.)

---