

## EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, March 2, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met with videoconference this day at 6:29 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally, as described in rule 12-7(8); and, in camera, for consideration of a draft agenda (future business).

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

[*English*]

**The Chair:** Good evening, senators and everyone joining us online. Welcome to the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. My name is Pamela Wallin, senator from Saskatchewan, and I am the chair of this committee.

Before we begin, I would like to remind senators and our witnesses to please keep their microphones muted at all times unless recognized by the chair, but keep an eye on that so we don't have too many "unmute" or "you are muted" interjections tonight.

Again, I would like to have as many senators as possible participating in our session tonight, so I would ask both senators and witnesses to keep their questions and answers brief and to the point to ensure that every member can ask at least one question or maybe two during the limited time that we have with our witnesses.

With that, let's begin. I'll introduce the members of the committee participating in today's session. I will start with the deputy chair, Senator C. Deacon; Senator Bellemare; Senator Gignac; Senator Loffreda; Senator Marshall; Senator Massicotte; Senator Ringuette; Senator Smith; Senator Woo and Senator Yussuff.

Today we have the pleasure of welcoming Stephen Poloz, Special Advisor, Osler, Hoskin & Harcourt LLP, and, as you well know, former governor of the Bank of Canada.

Mr. Poloz will address us on the full range of issues that this committee is looking at: crypto-currencies, inflation, housing, labour markets and, of course, business investment. We should also say that he has just published his book entitled *The Next Age of Uncertainty*, which is, of course, precisely what we're talking about.

Welcome and thank you so much, governor, for being with us tonight. We really appreciate it.

## TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 2 mars 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 18 h 29 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier toute question concernant les banques et le commerce en général, tel que précisé à l'article 12-7(8) du Règlement; et à huis clos, pour examiner un projet d'ordre du jour (travaux futurs).

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

[*Traduction*]

**La présidente :** Bonsoir aux sénateurs et à tous ceux qui se joignent à nous en ligne. Vous êtes les bienvenus au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce. Je m'appelle Pamela Wallin, sénatrice de la Saskatchewan, et je suis la présidente du comité.

Avant de commencer, je rappelle aux sénateurs et aux témoins de bien vouloir mettre leur microphone en sourdine en tout temps, à moins que la présidence ne leur ait accordé la parole. Faisons attention à ce détail pour éviter que ne se multiplient les interventions signalant qu'il faut mettre ou enlever la sourdine.

Je voudrais que le plus grand nombre possible de sénateurs participent à la séance de ce soir. J'invite donc les sénateurs et les témoins à être brefs dans leurs questions et leurs réponses et d'aller droit au but afin que chaque membre du comité puisse poser au moins une question ou peut-être deux pendant le peu de temps dont nous disposons pour discuter avec les témoins.

Commençons. Je présente les membres du comité qui participent à la séance. Voici d'abord le vice-président, le sénateur C. Deacon, et puis la sénatrice Bellemare, le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Massicotte, la sénatrice Ringuette, le sénateur Smith, le sénateur Woo et le sénateur Yussuff.

Aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir Stephen Poloz, conseiller spécial, Osler, Hoskin et Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l., et, comme vous le savez, ancien gouverneur de la Banque du Canada.

M. Poloz abordera toute la gamme des questions que le comité étudie : les cryptomonnaies, l'inflation, le logement, le marché du travail et, bien sûr, les investissements des entreprises. Ajoutons qu'il vient de publier un livre intitulé *The Next Age of Uncertainty*, ce qui correspond précisément à l'objet de nos travaux.

Bienvenue et merci beaucoup, monsieur le gouverneur, d'être parmi nous ce soir. Nous vous en sommes très reconnaissants.

**Stephen S. Poloz, Special Advisor, Osler, Hoskin and Harcourt LLP, and former governor, Bank of Canada:** Thank you and good evening. It's a pleasure to see so many old friends.

**The Chair:** That's right. Please go ahead with your presentation.

**Mr. Poloz:** The wide range of topics that you mentioned are probably not in my opening remarks. I was asked to discuss the outlook for business investment in Canada. I presume behind this question lies a concern that Canadian business investment and productivity growth have been lagging other major economies literally for decades.

My current assessment is that business investment is picking up, as we speak, and it will pick up more this year, and that growth may be sustained longer term. However, despite that, I expect that we will continue to lag other countries in both investment and in productivity growth.

Even in retirement, I continue to spend a lot of my time with actual companies, which is, of course, an advantage over the regular economics where you spend your time with data. I generally find that there are very good productivity stories pretty well everywhere in the Canadian economy, everywhere, that is, except in the statistics.

Measuring investment and productivity is a significant challenge for statistical agencies, especially given the growing importance of what we call intangible investment. That's investment in knowledge, brands, networks, IT applications internal to the firm. So I suggest that the committee call upon some statistical expertise to help understand the very important data issues that underlie our investment data and, therefore, the productivity data.

There are other reasons why I am reluctant to blame companies for weak investment or to recommend a major government program to promote investment, and that is because there are many impediments to business investment, many of which are under government control.

Perhaps the biggest impediment to investment is the word you used, chair, which is "uncertainty" about the future. Uncertainty, of course, causes companies to hold back, to wait and see before they invest. There are numerous sources of uncertainty today, we just need to look out the window, but let me just highlight a few that governments might have the ability to manage.

**Stephen S. Poloz, conseiller spécial, Osler, Hoskin et Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l., et ancien gouverneur, Banque du Canada :** Merci et bonsoir à tous. C'est un plaisir de voir autant de vieux amis.

**La présidente :** Exact. Allez-y, je vous en prie.

**M. Poloz :** La vaste gamme de sujets que vous venez d'énumérer ne seront probablement pas abordés dans ma déclaration liminaire. On m'a invité à parler des perspectives d'investissement des entreprises au Canada. Je présume qu'une inquiétude se profile derrière cette question, soit la crainte que, depuis des décennies, le Canada ne soit à la traîne, derrière d'autres grandes économies, sur le plan des investissements des entreprises et de la croissance de la productivité.

D'après mon évaluation actuelle, les investissements des entreprises s'accélèrent en ce moment même, ils augmenteront encore plus cette année, et cette croissance pourrait être durable. Malgré tout, il est à prévoir que nous tirerons toujours de l'arrière en matière d'investissement et de croissance de la productivité.

Même à la retraite, je passe toujours beaucoup de temps avec de vraies entreprises, ce qui est, bien sûr, un avantage par rapport au travail habituel en économie, où on est constamment plongé dans des données. Je trouve généralement qu'il y a de très belles réussites en matière de productivité un peu partout dans l'économie canadienne, mais cela ne se voit pas dans les statistiques.

La mesure de l'investissement et de la productivité représente un défi de taille pour les organismes de statistique, d'autant plus que ce que nous appelons l'investissement immatériel gagne en importance. Il s'agit de l'investissement dans le savoir, les marques, les réseaux et les applications de TI à l'intérieur des entreprises. Le comité ferait peut-être bien de convoquer des experts en statistique pour l'aider à comprendre les très importants problèmes qui se posent dans nos données sur les investissements et, par conséquent, sur la productivité.

D'autres raisons me font hésiter à reprocher aux entreprises la faiblesse des investissements ou à recommander un important programme gouvernemental de promotion de l'investissement. C'est qu'il y a de nombreux obstacles à l'investissement des entreprises, et c'est le gouvernement qui prend les décisions dans bien des cas.

Le plus grand obstacle tient peut-être dans un mot que vous avez utilisé, madame la présidente: l'"incertitude" devant l'avenir. Devant l'incertitude, les entreprises hésitent et préfèrent attendre. Les sources d'incertitude ne manquent pas en ce moment. Il suffit de regarder par la fenêtre, mais permettez-moi d'attirer l'attention sur des causes d'incertitude que les gouvernements peuvent gérer.

International trade uncertainty, unquestionably, held business investment back during the Trump administration. We were well aware of this at that time. Many of those issues remain relevant today. I just ask you to review last night's State of the Union Address and you will know what I'm talking about.

Geopolitical tensions, in general, affect trade-dependent economies much more than others, so Canada lies right in the way of these kinds of forces much more so than, say, the United States, which has the scale to support big investments whether they rely on trade or not. So we need to manage those international trade risks more proactively than others.

The energy transition that will take us to net-zero carbon emissions by 2050 is a major source of uncertainty for companies. There are many possible paths that we could follow to get us to net zero, and each of these paths has its own business implications.

Some of those paths would see conventional energy sources shut off completely very soon, while other paths would see those sources of energy continue to play a central role in meeting growing global energy needs, probably complemented by carbon-capture technology.

So conventional energy could be an important source of higher investment and productivity for Canada, but only if the path to net zero is thoughtfully chosen and made more certain for the companies.

A third area of uncertainty for companies is the supply of skilled workers. A new investment can only deliver increased productivity if the right workers are available. Canada has a strong immigration plan, but global population aging means that other countries may soon begin competing for those same immigrants. Meanwhile, the fourth industrial revolution could disrupt up to 15% of global jobs. So I expect the business of matching workers to job requirements will become much harder for companies in the future.

In Canada, geographic distance and interprovincial differences in certification for workers, that sort of thing, can hamper this matching process and therefore prevent productivity growth.

Today, households bear all the risk of moving across the country to take a different job. They receive only a tax deduction for moving expenses. It seems to me that we could create better government-sponsored mechanisms to reduce the risk associated with labour mobility, therefore achieving better labour market matches and higher productivity growth in the process.

Sous l'administration Trump, sans aucun doute, l'incertitude du commerce international a freiné les investissements des entreprises. Nous en étions bien conscients sur le moment, mais bien des problèmes sont toujours d'actualité. Relisez le discours sur l'état de l'Union prononcé hier soir et vous saurez de quoi je veux parler.

Les tensions géopolitiques, en général, touchent les économies qui dépendent du commerce beaucoup plus que les autres, de sorte que le Canada est bien plus gêné par ces tensions que ne le sont, par exemple, les États-Unis, qui ont l'envergure nécessaire pour soutenir les grands investissements, qu'ils dépendent du commerce ou non. Nous devons donc gérer ces risques liés au commerce international de façon plus proactive que les autres.

La transition énergétique qui nous mènera à la carboneutralité d'ici 2050 est une source importante d'incertitude pour les entreprises. Nous pouvons emprunter bien des voies pour parvenir à cet objectif et chacune a ses répercussions propres sur les affaires.

Il est possible par exemple d'éliminer complètement et très tôt les sources d'énergie classiques, mais nous pouvons aussi laisser un rôle central à ce type d'énergie pour répondre à des besoins mondiaux en croissance, sans doute en déployant de façon complémentaire des technologies de captage du carbone.

Les sources d'énergie classiques pourraient donc donner lieu à des investissements plus importants et favoriser une meilleure progression de la productivité, mais seulement si la voie vers la carboneutralité est tracée avec soin et donne aux entreprises un degré plus élevé de certitude.

Troisième sujet d'incertitude pour les entreprises : l'offre de travailleurs qualifiés. Un nouvel investissement ne peut accroître la productivité que s'il est possible de s'appuyer sur des travailleurs compétents. Le Canada a un plan d'immigration solide, mais le vieillissement de la population mondiale signifie que d'autres pays pourraient bientôt commencer à nous disputer les mêmes immigrants. Entretemps, la quatrième révolution industrielle risque de perturber une proportion des emplois dans le monde qui pourrait atteindre les 15 %. À l'avenir, les entreprises pourraient avoir beaucoup plus de difficultés à trouver des travailleurs qui répondent aux exigences des postes.

Au Canada, à cause des distances géographiques et des différences entre les provinces, par exemple, nous risquons d'avoir plus de mal à faire correspondre les travailleurs avec les postes, ce qui entraverait la croissance de la productivité.

Aujourd'hui, les ménages assument tous les risques lorsqu'il s'agit de déménager d'un bout à l'autre du pays pour occuper un nouvel emploi. Ils n'ont droit qu'à une déduction d'impôt au titre des frais de déménagement. Il me semble que nous pourrions créer de meilleurs mécanismes assistés par l'État pour atténuer le risque associé à la mobilité de la main-d'œuvre,

A fourth area of uncertainty I would like to highlight relates to infrastructure investment. Infrastructure investment is an essential ingredient to productivity growth. You may invest in your company and find that you can't get your goods to where they have to go on time. Infrastructure is critical to delivering the productivity that we're looking for.

The government has set out an ambitious infrastructure financing plan, but its deployment has been slow, it has been lumpy and it has been unpredictable. Again, uncertainty.

We must acknowledge that having an infrastructure financing plan is only the first step in the path to higher productivity for the firms that use the infrastructure. There are many ways to streamline that process, ranging from permitting to intergovernmental coordination.

These uncertainties around infrastructure affect the suppliers of infrastructure projects too. Without certainty as to when projects will go ahead, construction companies cannot plan their own resourcing so the capacity of the industry is almost always stretched.

Construction companies must also post performance bonds to bid for projects for infrastructure. For performance bonding, there is limited private sector capacity. The Canadian Infrastructure Bank may be well placed to address this particular impediment to investment and to help bring more predictability to the flow of project work at the same time.

Let me conclude by briefly mentioning a few other government initiatives that could boost business investment and productivity growth without adding to fiscal expenditures.

First, government procurement policies could be changed to favour high-productivity Canadian start-up companies instead of, at the moment, large, safe, low-productivity suppliers.

Second, young growing companies which have far above average productivity are often the ones financially constrained. We have a pretty good system for the start-ups and we have a great system for the big companies, but the middle ones, the ones that are hitting the growth hockey stick, are constrained. This is why the Canadian Business Growth Fund was created. It has performed very well, even making a lot of deals during

ce qui permettrait de mieux accorder l'offre de main-d'œuvre et les besoins du marché du travail et, du même coup, d'accroître la productivité.

Un quatrième sujet d'incertitude à souligner concerne les investissements dans les infrastructures. Il s'agit d'un élément essentiel à la croissance de la productivité. Celui qui investit dans son entreprise risque de constater qu'il lui est impossible d'acheminer sa production dans les délais voulus. L'infrastructure est essentielle à la productivité que nous recherchons.

Le gouvernement a établi un ambitieux plan de financement des infrastructures, mais le déploiement a été lent, irrégulier et imprévisible. Là encore, l'incertitude.

Il faut avouer que l'élaboration d'un plan de financement de l'infrastructure n'est que la première étape vers une productivité accrue pour les entreprises qui ont besoin de cette infrastructure. Il y a de nombreuses façons de rationaliser ce processus, allant de la délivrance de permis à la coordination intergouvernementale.

Ces incertitudes au sujet des infrastructures ont aussi des conséquences pour les fournisseurs de projets d'infrastructure. Faute de savoir quand les projets se réaliseront, les entreprises de construction ne peuvent pas planifier leurs propres ressources, de sorte que la capacité de l'industrie est presque toujours sous tension.

Les entreprises de construction doivent également déposer des cautionnements d'exécution pour soumissionner pour des projets d'infrastructure. À cet égard, le secteur privé a une capacité limitée. La Banque de l'infrastructure du Canada est peut-être bien placée pour s'attaquer à cet obstacle particulier à l'investissement et contribuer à améliorer la prévisibilité du déroulement des travaux.

Permettez-moi de conclure par quelques mots sur d'autres initiatives gouvernementales qui pourraient stimuler l'investissement des entreprises et la croissance de la productivité sans augmenter les dépenses fiscales.

Premièrement, il serait possible de modifier les politiques d'approvisionnement du gouvernement de façon à favoriser les jeunes entreprises canadiennes à productivité élevée plutôt que des grands fournisseurs qui, en ce moment, sont sûrs mais ont une faible productivité.

Deuxièmement, les jeunes entreprises en croissance dont la productivité est bien supérieure à la moyenne sont souvent celles qui ont des contraintes financières. Nous avons un assez bon système pour les entreprises en démarrage et un excellent système pour les grandes entreprises, mais celles qui se trouvent au milieu, celles qui ont une courbe de croissance en bâton de hockey, sont en butte à des contraintes. C'est pourquoi

the pandemic at a time of great stress in the economy. That idea could easily be scaled up significantly by adding more capital to the fund. Of course, not a fiscal expenditure.

Third, red tape and permitting are huge impediments to business expansion. I just ask you to think about this: Suppose Canada was earning an additional \$8 billion or \$10 billion this year by exporting LNG to Europe at a time of need. That would have added 0.5% to Canada's GDP this year alone and every year from now on and, of course, it would boost government revenue proportionately. Of course, we did not approve those LNG projects when the opportunities were in front of us.

Fourth — this is my favourite, chair — interprovincial regulatory differences are estimated to cost Canada four percentage points of GDP every single year. Fixing those or even some of those issues would boost the economy, productivity and government revenues at the same time — all at zero fiscal cost.

Thank you for your kind attention, and I look forward to your questions.

**The Chair:** It's not as if, as you well know, we haven't studied interprovincial trade barriers endlessly at this committee. Thank you for reiterating that point.

We want to get to the many, many things you've raised there. We're going to begin our session tonight with Senator Smith.

**Senator Smith:** Thank you — I'll call you "governor" because I always have respect for people who have been in the position no matter what. You did a great job for us.

I will go to one issue, which today was the interest rate hike. I know that it may not be tied directly to the five points that you were looking at. However, while the interest rate hike will certainly — or hopefully — slow down inflation, it could prevent buyers from entering into the housing market. There are concerns it will do little to cool down the housing market. A big factor is, of course, the lack of housing supply. Unless there's a substantial increase in inventory, prices will continue to soar.

According to zoocasa, which is a technical-based brokerage company, higher interest rates mean slower sales but no major impact on price.

le Fonds de croissance des entreprises du Canada a été créé. Il a eu de beaux résultats. Il a même multiplié les ententes pendant la pandémie, à un moment où l'économie était très tendue. On pourrait facilement élargir considérablement cette idée en dotant le fonds de capitaux plus importants. Et ce n'est pas une dépense fiscale.

Troisièmement, les tracasseries administratives et la délivrance de permis constituent d'énormes obstacles à l'expansion des entreprises. Supposons que le Canada gagne 8 ou 10 milliards de dollars de plus cette année en exportant du gaz naturel liquéfié en Europe à un moment où elle en a besoin. Cela aurait ajouté 0,5 % au PIB du Canada cette année seulement et chaque année à partir de maintenant. Bien sûr, cela aurait fait augmenter les recettes gouvernementales proportionnellement. Bien entendu, nous n'avons pas approuvé ces projets d'exportation de gaz naturel liquéfié lorsque nous en avons eu l'occasion.

Quatrièmement — et c'est le point que je préfère, monsieur le président —, on estime que les disparités réglementaires entre les provinces coûtent au Canada quatre points de pourcentage du PIB chaque année. Régler ces problèmes ou même seulement certains d'entre eux stimulerait l'économie, améliorerait la productivité et ferait augmenter les recettes de l'État en même temps, tout cela à un coût fiscal nul.

Je vous remercie de votre attention. Je suis prêt à répondre à vos questions.

**La présidente :** Vous n'ignorez pas que le comité a étudié à satiété les obstacles au commerce interprovincial. Merci d'avoir réitéré ce point.

Nous voulons discuter des nombreux points que vous avez soulevés. Le sénateur Smith va lancer la période des questions.

**Le sénateur Smith :** Merci. Je vais vous appeler « gouverneur », car j'ai toujours du respect pour ceux qui ont occupé ce poste, peu importe ce qui a pu se passer. Vous avez fait un excellent travail.

Je vais aborder une question qui surgit aujourd'hui, celle de la hausse des taux d'intérêt. Il n'y a pas forcément de lien avec les cinq points que vous avez soulevés. S'il est vrai que la hausse des taux d'intérêt ralentira certainement l'inflation — du moins nous l'espérons —, elle pourrait empêcher des acheteurs d'entrer sur le marché de l'habitation. On craint que cela ne fasse pas grand-chose pour calmer le marché de l'habitation. Le manque de logements est évidemment un facteur important. À moins d'une augmentation substantielle du parc immobilier, les prix continueront de monter en flèche.

Selon Zoocasa, une société de courtage qui a des assises techniques, des taux d'intérêt plus élevés entraînent un ralentissement des ventes, mais n'ont pas d'impact majeur sur les prix.

Sir, I would like to get a sense of what levels of interest rate would really slow down demand for housing and thereby decrease prices. Or is it simply a function of how much supply there is in the marketplace?

**Mr. Poloz:** Every interest rate increase, in principle, will slow housing compared to where it is today. The reverse is that by cutting interest rates to zero, we boosted demand for housing. Therefore every move toward some more normal level will reduce the demand for housing.

There's also the fact of the value of a house. A house generates a stream of returns for you from now to forever. Therefore, the present value of that stream, which is like receiving rent instead of paying rent, goes up when interest rates go down. That means that we'll also go down, potentially, when interest rates rise.

None of these things are cast in stone. I disagree with much of your premise. In fact, the most important answer is that nobody really knows the answer to this question. However, we do know directionally that low interest rates boosted the demand for housing, therefore higher interest rates will enlarge and begin to reduce the demand for housing. In the background, population growth will continue to drive that base.

I think the most important fact — and the fact that you mentioned — is that we have not built enough houses in the last decade to accommodate the people — the new arrivals — into Canada. I shouldn't say "houses." I should say "housing," because it's not just houses, of course. It's all forms of lodging.

The bottom line is that interest rates are an important part of that story, but prices are likely to continue to rise.

**Senator Smith:** As we look at the housing market and interest rates, I accept exactly what you said. Where do we go from here? If you had to do a guesstimate — I hate asking people for forecasts — we had a lot of talk from the government about increased building and housing, whether it was single units, multiple units or apartment buildings, et cetera. Do you see a strong move by government as a fuel for this, or will this be done by entrepreneurs and major corporations and major builders? Who will participate in this evolution?

**Mr. Poloz:** I think that the supply of housing has not been constrained by not having enough buyers or enough builders. I think it's been constrained by red tape. It's constrained by municipal rules around permitting and opening up new land and other restrictions for densification in traditional neighbourhoods.

Monsieur, je voudrais avoir une idée des niveaux de taux d'intérêt susceptibles de ralentir vraiment la demande de logements et, par conséquent, de faire baisser les prix. Ou l'offre sur le marché est-il le seul facteur qui joue?

**M. Poloz :** En principe, chaque hausse de taux d'intérêt ralentira le marché de l'habitation par rapport à la situation actuelle. À l'inverse, en ramenant les taux d'intérêt à zéro, nous avons stimulé la demande. Par conséquent, tout mouvement vers un niveau plus normal réduira la demande de logements.

Il faut aussi tenir compte de la valeur d'une maison. Une maison donne un rendement au propriétaire dès le départ et à l'infini. Par conséquent, la valeur actualisée de cette source de revenu, qui équivaut à recevoir un loyer plutôt qu'à en payer un, augmente lorsque les taux d'intérêt diminuent. Le corollaire est que la hausse des taux se traduit par une baisse de valeur.

Rien de tout cela n'est immuable. Je ne suis pas d'accord sur une grande partie de votre prémissse. En fait, la réponse la plus importante, c'est que personne ne peut vraiment répondre. Nous savons néanmoins que la faiblesse des taux d'intérêt a stimulé la demande de logements et que, par conséquent, la hausse des taux va s'accentuer et commencer à faire flétrir la demande de logements. En arrière-plan, la croissance démographique continuera de stimuler la demande.

Le plus important, et vous en avez parlé, est que nous n'avons pas construit assez de maisons au cours de la dernière décennie pour accueillir les nouveaux arrivants au Canada. Je ne devrais pas parler de « maisons ». Je devrais dire plutôt « logements », car il n'y a pas que les maisons. Il faut tenir compte de toutes les formes de logement.

En fin de compte, les taux d'intérêt sont un élément important, mais les prix devraient continuer d'augmenter.

**Le sénateur Smith :** À propos du marché de l'habitation et des taux d'intérêt, je me rallie tout à fait à votre point de vue. Et maintenant, que se passera-t-il? Si vous deviez faire une estimation approximative, mais je déteste demander des prévisions... Le gouvernement a beaucoup parlé d'une intensification de l'activité de construction, d'une augmentation du nombre logements, qu'il s'agisse de maisons individuelles, de bâtiments à logements multiples, d'appartements ou d'autres formes de logement encore. Pensez-vous que le gouvernement devrait jouer un rôle important à cet égard, ou le travail sera-t-il fait par les entrepreneurs, les grandes sociétés et les grands constructeurs? Qui participera à cette évolution?

**M. Poloz :** L'offre de logements n'a pas été freinée par le manque d'acheteurs ou de constructeurs, mais par les tracasseries administratives. Les contraintes tiennent à la réglementation municipale qui régit l'octroi de permis et la création de nouveaux lotissements et à d'autres restrictions relatives à la densification dans les quartiers existants.

That's very well identified in the Ontario Housing Affordability Task Force report, which was just published a couple of weeks ago. They do a really thorough job on this, and their main conclusions are that.

So you should relax the rules that prevent higher density. That's one of the most important things. There would be a spontaneous expansion of housing in traditional neighbourhoods if you changed those rules. That's exactly what I'm talking about on investment. It's government rules that stand in the way of the private sector solving many of our problems.

**Senator White:** We've worked hard over the years in trying to reduce red tape and telling the government to do that. However, successive governments have had trouble doing that. Sir, thank you very much.

**Senator C. Deacon:** Thank you, best-selling author Stephen Poloz for being with us —

**The Chair:** You can hold up your book now, governor.

**Senator C. Deacon:** Yes. My copy is at home.

One of the things you didn't mention was how we manage competition in Canada. Our Competition Act and competition policies are distributed across many, many departments and the way we can level playing fields so that new entrants, especially in the digital era, have an opportunity to compete against incumbents in a manner that pushes not only business investment and productivity growth within the incumbent but rewards the business investment and productivity growth in the new entrant.

Could you just explore that area? I noted it missing from your list. I have such respect for your views that it really stood out to me. There must be a reason.

**Mr. Poloz:** The simple reason may be that I simply wasn't encyclopedic in my opening remarks. I tried to focus on half a dozen things that I hoped would get your attention. There are things that I think are above the line.

You're right, we do have a number of sectors in the economy that suffer from low levels of competition, if that's what you're getting at. I certainly would agree.

One of the most important areas where that's true is in the financial sector. I pointed to one of the things that constrains growth in new companies. Young companies — not necessarily

C'est très bien expliqué dans le rapport du Groupe d'étude ontarien sur le logement abordable publié il y a une quinzaine de jours. Ce groupe a fait un travail vraiment approfondi, et ses principales conclusions vont dans ce sens.

Il faudrait assouplir les règles qui empêchent la densification. C'est l'un des éléments les plus importants. Si elles étaient modifiées, il y aurait une expansion spontanée de l'activité dans les quartiers existants. C'est exactement ce dont je veux parler à propos de l'investissement. Ce sont les règles gouvernementales qui empêchent le secteur privé de régler bon nombre de nos problèmes.

**Le sénateur White :** Nous avons travaillé fort au fil des ans pour alléger les formalités administratives et nous avons incité le gouvernement à le faire. Cependant, les gouvernements, les uns après les autres, ont eu du mal à y parvenir. Merci beaucoup, monsieur.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci à l'auteur à succès Stephen Poloz d'être parmi nous...

**La présidente :** Vous pouvez présenter votre livre, gouverneur.

**Le sénateur C. Deacon :** Oui. Mon exemplaire est à la maison.

Vous n'avez pas parlé de la gestion de la concurrence au Canada. Notre Loi sur la concurrence et nos politiques en la matière relèvent de très nombreux ministères. Il en va de même des dispositions au moyen desquelles nous pouvons uniformiser les règles du jeu afin que les nouveaux venus, surtout à l'ère numérique, aient la possibilité de faire concurrence aux entreprises bien établies d'une manière qui non seulement stimule l'investissement et la croissance de la productivité dans ces entreprises, mais récompense aussi l'investissement et la croissance de la productivité chez les nouveaux venus.

Pourriez-vous nous en dire davantage à ce sujet? J'ai remarqué qu'il n'en était pas question dans votre liste. J'ai tellement de respect pour votre point de vue que cela m'a vraiment frappé. Il doit y avoir une raison.

**M. Poloz :** La raison toute simple est peut-être que je n'ai pas adopté une perspective encyclopédique dans ma déclaration préliminaire. J'ai essayé de me concentrer sur une demi-douzaine de points qui, je l'espérais, retiendraient votre attention. Il y a des éléments qui, à mon avis, se démarquent.

Vous avez raison, il n'y a pas assez de concurrence dans un certain nombre de secteurs de l'économie, si c'est là où vous voulez en venir. Je suis tout à fait d'accord.

L'un des secteurs les plus importants où cela se vérifie est celui des finances. J'ai souligné l'un des facteurs qui freinent la croissance des nouvelles entreprises. Les jeunes entreprises —

small companies, but young companies — that have faced that hockey stick stage are often constrained for financing. So we probably need to break up that logjam if we can.

As I said, the Canadian Business Growth Fund was a great idea. I helped contribute to creating that. I think it needs to be bumped up, so that it can scale. It's close to having used the resources. That is private sector money. The government, though, could put more money into it to spark another wave.

The other thing is that government procurement works exactly in that same space that you're talking about. When you ask if a new company has that ability to compete, the answer is no, not to a bureaucrat who must make a low-risk decision on what to buy. Here's a brand new company with what looks like a fantastic service or product, but, gosh, this is a really big contract and I think we'll go with this established — often American, actually — company for that. Other countries don't do this. Other countries say no, no, it's Canada first. You just heard it last night in the State of the Union Address.

We just don't do these things, and I think we should. We should make exceptions for young companies. That's not the same as saying small companies. That's a really important thing, because we have a lot of small companies that are old. They are not trying to get big; they just are.

I'm talking about young companies that show the growth characteristics. Those are the companies that have been financed by the Canadian Business Growth Fund. I'm not saying that the system is broken, but it's not as good at it as it should be.

**Senator C. Deacon:** If I can expand on that. I think when you say red tape and some of the challenges that can be managed, a weight of regulations that could be managed by a larger business with a bank of lawyers to deal with issues where a small company can't break into that market, I view that as an anti-competitive regulatory environment.

Let's look at business investment. We've seen a huge amount in some of our fastest growing companies — our unicorns — in the last year and a half, a huge amount of that money is now coming from the United States. The source of capital, you've rightly said we need to focus on making sure we have more available capital for investment in these companies, but what about the aspect of having a greater diversity of doors to walk through and having those doors be where decisions are made in Canada versus based somewhere else?

pas nécessairement petites, mais jeunes — dont la courbe de croissance a la forme d'un bâton de hockey sont souvent freinées par les problèmes de financement. Il nous faudrait donc probablement rompre cet embâcle, si possible.

Comme je l'ai dit, le Fonds de croissance des entreprises du Canada est une excellente idée. J'ai contribué à sa création. Il faut lui donner plus d'ampleur pour qu'il puisse passer à une autre échelle. Il a presque épuisé ses ressources. C'est de l'argent du secteur privé. Le gouvernement pourrait tout de même y injecter davantage de capital pour déclencher une autre vague.

Autre problème, le secteur des marchés publics fonctionne exactement dans le contexte que vous évoquez. Telle nouvelle entreprise a-t-elle la capacité de livrer concurrence? La réponse du bureaucrate qui doit prendre une décision à faible risque sur le choix d'un fournisseur sera négative : voici une toute nouvelle entreprise qui semble offrir un service ou un produit fantastique, mais comme le contrat est considérable, nous allons lui préférer cette entreprise bien établie — souvent américaine, en fait. D'autres pays se comportent différemment. Ils accordent la préférence à leurs entreprises. Vous l'avez entendu hier soir dans le discours sur l'état de l'Union.

Nous ne faisons tout simplement pas ces choix alors que nous le devrions. Nous devrions prévoir des exceptions pour les jeunes entreprises, ce qui n'est pas la même chose que les petites entreprises. C'est vraiment important, car nous avons beaucoup de petites entreprises qui ont de l'âge. Elles n'essaient pas de prendre de l'expansion, mais des plus jeunes le font.

Je parle des jeunes entreprises qui montrent les caractéristiques de la croissance. Elles ont été financées par le Fonds de croissance des entreprises du Canada. Le système n'est pas en panne, mais il ne fonctionne pas aussi bien qu'il le devrait.

**Le sénateur C. Deacon :** Puis-je ajouter quelque chose? Vous avez parlé des tracasseries administratives, des obstacles qui peuvent être surmontés, du poids de la réglementation qui est gérable pour une grande entreprise ayant une armée d'avocats pour s'occuper de ces problèmes-là, tandis qu'une petite entreprise n'arrive pas à pénétrer le marché. À mes yeux, il s'agit d'un cadre réglementaire hostile au jeu de la concurrence.

Prenons l'investissement des entreprises. Au cours de la dernière année et demie, certaines de nos entreprises qui connaissent la croissance la plus rapide — nos licornes — ont reçu énormément d'argent des États-Unis. À propos de l'origine des capitaux, vous avez dit à juste titre que nous devons nous assurer qu'il y a plus de capital disponible pour ces entreprises. Mais que dites-vous de la diversité des sources de capital, de la possibilité que les décisions sur l'investissement dans ces entreprises se prennent au Canada plutôt qu'à l'étranger?

We've seen a narrowing of our markets down to a smaller number of players. What do you see as being the important part of having more investment sources that are expert investors who are Canadian-based?

**Mr. Poloz:** As I mentioned, I think in the venture end of things we actually perform pretty well. That's been my experience anyway. Brand new companies seem to do pretty well to get those first stages of financing.

When they need not a \$5 million but a \$50 million move, that's when we kind of breakdown. When they go out looking, they could end up talking to either funds or investment bankers who will go around and find some money for them. They are sniffing everywhere for the money, and there's very little of it here. That's why they're sniffing everywhere.

We are a small place, so we're going to always have that risk that it's going to be a U.S. investor or somebody that finances one of our best ideas. But I would rather see that happen and still see the employment and the economic growth happen here even if it's mostly or partly owned by an external investor. I would still rather see it happen than have it not happen. If we create a bunch of structure around that and then they still don't get financed, that's not any good to us.

I do think the U.S. door must remain an important door for us. It always will be. That's just a great pool to tap into.

**Senator C. Deacon:** Thank you very much.

[*Translation*]

**Senator Gignac:** It's a pleasure to have you back, Mr. Poloz. Congratulations on your new career. Your book is already number two on last week's best-seller list. With thousands of people tuning in live or playing a recording of the meeting, you'll likely be number one in the coming weeks.

Again, much like when you held your previous position, I must reread your opening remarks two or three times. Your remarks are always very complex. There are many ideas, and I want to understand all the subtleties.

I want to talk about the energy transition. In a previous speech, I believe at the True North Free Trade Forum, you spoke about the energy transition and you also referred to the carbon tax. Given that consumers are being compensated, perhaps businesses should be compensated as well. The government is planning to increase the carbon tax significantly in April.

Nous avons constaté une contraction de nos marchés, qui ne comptent plus qu'une poignée de protagonistes. Selon vous, quelle mesure importante faudrait-il prendre pour avoir plus de sources de capital qui soient des investisseurs experts établis au Canada?

**M. Poloz :** Comme je l'ai dit, nous nous débrouillons plutôt bien en matière de capital de risque. Pour ma part, en tout cas, c'est ce que j'ai constaté. Les nouvelles entreprises semblent se débrouiller assez bien aux premières étapes du financement.

Quand elles ont besoin non pas de 5 millions de dollars, mais de 50 millions, c'est là que nous ne sommes pas à la hauteur. Dans leurs démarches, les entreprises finissent par s'adresser à des fonds, à des banques d'affaires qui leur cherchent des capitaux. Ils cherchent de l'argent un peu partout, mais il n'y en a pas beaucoup chez nous. Les recherches s'orientent donc ailleurs.

Comme le Canada n'est pas un pays de première grandeur, nous courrons toujours le risque que ce soit un investisseur américain ou quelqu'un d'autre qui finance l'une de nos meilleures idées. Mais je préfère ce financement, pourvu que l'emploi et la croissance économique se concrétisent chez nous, même si un investisseur étranger est en partie ou même majoritairement propriétaire. Je préfère que les choses se fassent, même dans ces conditions. Si nous créons toute une structure et que les fonds ne sont pas au rendez-vous, à quoi bon?

Je suis convaincu qu'il faut rester ouvert aux capitaux américains. Ils sont importants et le seront toujours. C'est une excellente source à laquelle il faut puiser.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci beaucoup.

[*Français*]

**Le sénateur Gignac :** C'est un plaisir de vous retrouver, monsieur Poloz. Félicitations pour votre nouvelle carrière. Votre livre est déjà numéro deux dans la liste des meilleurs vendeurs de la dernière semaine. Compte tenu des milliers de personnes qui nous écoutent en différé ou en direct, vous serez sans doute numéro un au cours des prochaines semaines.

Encore une fois, un peu comme quand vous occupiez vos fonctions précédentes, je dois relire deux ou trois fois vos remarques liminaires, étant donné qu'elles sont toujours très complexes; il y a beaucoup d'idées et je veux en comprendre toute la subtilité.

J'aimerais aborder le volet de la transition énergétique. Dans un discours précédent, devant le Forum sur le libre-échange pancanadien je crois, vous parliez de la transition énergétique et vous faisiez également allusion à la taxe sur le carbone. Étant donné que l'on dédommage les consommateurs, on pourrait peut-être penser à faire de même pour les entreprises, puisque

Can you share your vision for this energy transition? The energy transition is necessary. However, there seems to be a split in Canada right now. It isn't always a good idea to compensate companies with tax credits or tax holidays to ensure the success of this transition.

**Mr. Poloz:** Thank you for your question, Senator Gignac.

[English]

The energy transition, I mentioned that there are many paths that we may end up taking to net zero. That's a really important point. Honestly, no one really knows how we're going to get there except we believe, anyway, that carbon taxation will continue to rise. That's one thing that you hear a lot of companies mentioning. They take it for granted that that will continue to happen.

The transition is really being forced mostly right now by investors. The carbon tax helps put dollars and cents against the move you make. In other words, the CEO can get convinced about doing the energy transition because the shareholders and, actually, employees are demanding it. So there's pressure there that they would do things as if they're paying a carbon tax. They're doing things just because they think shareholders will dump their stock if they don't do those things.

So we see some pension plans saying, "We're not going to hold that stock anymore because that's a high-carbon business." Other pension plans are saying, "No, we'll hold that stock, but we'll monitor the progress of that company as we go through." Either way, I think we're going to go there by this mechanism, but it is a transition and what we need is a bit more realism in the political conversation.

The realism would be that global demand for energy will rise by 50% or 60% between now and 2050. How are we going to accommodate that? If the world invests only in green energy starting today, they might be able to accommodate that growth, but there will still be around half of global energy needs coming from traditional fuels.

We're going to need to use carbon capture in order to offset those carbon emissions. Therefore, Canada, being a leader in energy production for the world — high-quality, best behaved in terms of carbon — should be a leader in energy provision for the world forever. To do so, it also needs to be a leader in carbon capture. That's the only way to square that circle.

le gouvernement projette d'augmenter la taxe sur le carbone de manière importante au mois d'avril.

Pouvez-vous nous faire part de votre vision sur cette transition énergétique? Il faut faire cette transition énergétique, mais il semble y avoir un clivage au Canada actuellement; ce n'est pas toujours bien vu de dédommager des entreprises avec des crédits d'impôt ou des congés fiscaux pour être en mesure de réussir cette transition.

**M. Poloz :** Je vous remercie de votre question, sénateur.

[Traduction]

À propos de la transition énergétique, j'ai dit qu'il y a de nombreuses voies que nous pourrions emprunter pour atteindre la carboneutralité. C'est un point très important. Honnêtement, personne ne sait vraiment comment nous y arriverons, sauf que nous croyons, de toute façon, que la taxe sur le carbone continuera d'augmenter. Beaucoup d'entreprises en parlent. Elles tiennent pour acquis que cette évolution se poursuivra.

La transition est maintenant imposée surtout par les investisseurs. La taxe sur le carbone confère une valeur monétaire aux mesures prises. Autrement dit, le PDG peut être convaincu de faire la transition énergétique parce que les actionnaires et même les employés l'exigent. Il y a donc des pressions pour que les entreprises se comportent comme si elles payaient une taxe sur le carbone. Elles agissent simplement parce qu'elles craignent que les actionnaires ne se débarrassent de leurs actions si elles ne le font pas.

Certains régimes de retraite déclarent : « Nous n'allons pas garder ces actions parce que c'est une entreprise à forte teneur en carbone. » D'autres régimes de retraite préfèrent conserver ces actions, quitte à contrôler au fur et mesure les progrès de l'entreprise. D'une façon ou d'une autre, nous allons arriver à la carboneutralité grâce à ce mécanisme, mais il s'agit d'une transition et ce qu'il nous faut, c'est un peu plus de réalisme dans le débat politique.

En réalité, la demande mondiale d'énergie augmentera de 50 ou 60 % d'ici 2050. Comment allons-nous la satisfaire? Si le monde n'investit que dans l'énergie verte dès aujourd'hui, il sera peut-être en mesure de réagir à cette croissance, mais il y aura encore environ la moitié des besoins énergétiques mondiaux qui seront satisfaits par des combustibles classiques.

Nous allons devoir capter le carbone pour compenser ces émissions. Par conséquent, le Canada, qui est un chef de file mondial en matière de production d'énergie — c'est-à-dire un pays qui produit de l'énergie de haute qualité et gère au mieux le carbone — devrait l'être pour toujours. Pour ce faire, il doit également être un chef de file en matière de captage du carbone. C'est la seule façon de réaliser la quadrature du cercle.

I think we as Canadians should be putting a lot of resources into becoming that leader in carbon capture. That will mean that our brand for our natural gas and our oil, those energy sources will continue to be relevant for the world for a very long time.

**Senator Gignac:** Do you believe that this current unfortunate war in Ukraine could be a game changer? Over the last few years, the pension funds worldwide using ESG as a base — in fact, I focus on the first two letters, E and S, not necessarily on G — we have noticed BP and Shell phasing out oil sands, and energy in Canada invests a lot in Russia and now you see that they realize that the governance matters, not only the environment, but governance matters as well.

Do you think that you can see a repositioning of the pension funds and that this could be more positive for Canada as a net exporter of oil and gas? In fact, technology has improved, as you know, with carbon capture. Do you see that this tragic event that we see in Ukraine due to Russia could be a game changer and could help this transition and social acceptance and that Canada could play an important role?

**Mr. Poloz:** I agree with you, senator, although I would say it was a trend that was emerging before Russia-Ukraine. During this winter, there have been a lot of tensions around energy security in Europe. What has happened is this is a question of what path you take to 2050. If on one path you are saying we must have this green energy and this green energy and this green energy and, by the way, we need to close all these coal-fired power plants, that's all part of it, it's very lumpy decisions and it's not all coordinated in a smooth plan.

What happens is we have forgotten a little bit about energy security. So when something happens like this winter and now with the Ukraine-Russia situation, it's making it even worse. The risk is that we will not be able to heat our homes, for example, in Europe.

We need to make sure that energy security is there, and that means that the transition is conscious that these energy sources need to still be there for us.

But if we say to people, flippantly, “Oh, we’re just going to leave that stuff in the ground,” which is what I hear, then they stop investing. And, by the way, productivity drops immediately, too. So they stop investing and that means that stuff isn’t there to keep us warm during the transition.

Clarity on that transition path is absolutely critical to getting the right level of investment in traditional energy sources. I believe that if we invested heavily in carbon capture that

Les Canadiens devraient beaucoup investir pour devenir un chef de file en matière de captage du carbone. Ainsi, notre gaz naturel et notre pétrole auront meilleure réputation. Ces sources d’énergie auront encore très longtemps leur place dans le monde.

**Le sénateur Gignac :** Croyez-vous que cette regrettable guerre en Ukraine pourrait changer la donne? Ces dernières années, les fonds de pension du monde entier ont utilisé les facteurs ESG comme point de référence — en fait, je me concentre sur les deux premières lettres, E et S, pas nécessairement sur G —, et nous avons remarqué que BP et Shell ont renoncé progressivement à leur participation à l’exploitation des sables bitumineux. Au Canada, le secteur de l’énergie investit beaucoup en Russie, et vous constatez maintenant que la gouvernance est un facteur qui compte. Il n’y a pas que l’environnement. Il y a aussi la gouvernance.

Un repositionnement des fonds de pension est-il envisageable, ce qui serait plus favorable pour le Canada en tant qu’exportateur net de pétrole et de gaz? En fait, la technologie s’est améliorée, comme vous le savez, grâce au captage du carbone. Croyez-vous que ce conflit tragique que la Russie a déclenché en Ukraine pourrait changer la donne et favoriser cette transition et cette acceptation sociale, et que le Canada pourrait jouer un rôle important?

**M. Poloz :** Je suis d'accord avec vous, monsieur le sénateur, mais je dirais que la tendance a émergé avant le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Cet hiver, il y a eu beaucoup de tensions au sujet de la sécurité énergétique en Europe. On a commencé à s'interroger sur le parcours à suivre d'ici 2050. Si on s'engage dans une démarche qui entraîne le choix de diverses énergies vertes et la fermeture de toutes les centrales au charbon, cela fera partie de l'équation. Ce sont des décisions fragmentaires qui ne sont pas coordonnées pour former un plan cohérent.

Nous avons un peu oublié la sécurité énergétique. Donc, quand survient un hiver difficile et qu'arrive le conflit entre la Russie et l'Ukraine, la situation se dégrade. Le risque, c'est que nous ne puissions pas chauffer nos maisons, par exemple, en Europe.

Nous devons garantir la sécurité énergétique, et cela signifie qu'il faut une transition qui tienne compte de la nécessité de ces sources d'énergie.

Si d'aucuns prétendent qu'il suffit de laisser ces ressources dans le sol, comme il m'est arrivé de l'entendre, ils arrêtent d'investir. Et, en passant, la productivité baisse immédiatement aussi. Ils cessent donc d'investir, et nous n'aurons rien pour nous chauffer pendant la période de transition.

Il est absolument essentiel de mettre les choses au point, à propos de la transition, si nous voulons avoir un bon niveau d'investissement dans les sources d'énergie classiques. À mon

it would solve the big problem. It would allow us then the relaxation of timing. The timing could be much more our timing as opposed to being forced upon us.

**The Chair:** Do you agree that we might add nuclear to that list as well?

**Mr. Poloz:** Absolutely. That is green energy, for sure. Of course, its reputation was hit by a couple of incidents and they matter, but those risks, I think, are small compared to the existential risk associated with global warming. We have to put these risks in perspective. We can't just say, "Well, we have to have zero risk here." Say nuclear. In some countries, they just say no nuclear whatsoever because they have decided it's too risky. Yet they are taking the risk that we won't have enough energy to get to 2050 or that somehow global warming will continue and we'll have an existential problem. These are all risks. They matter, but they can't be ground to zero.

**Senator Woo:** Nice to see you again, former governor.

**Mr. Poloz:** Likewise.

**Senator Woo:** Thank you for your opening remarks. Very stimulating. I wanted to pick up on your opening comments, which were very tantalizing. You talked about how it's unclear, the path of productivity growth in this country. You encouraged us to talk to specialists about the challenges in measurement and so on. But you didn't quite tell us whether you thought that productivity growth was overstated or understated in Canada. Would you care to tell us which direction you think the bias is and maybe why you think that way?

**Mr. Poloz:** I think it's understated, so is investment understated. Let's begin with investment. I mentioned the growing importance of intangible investment. Let's just take an example, such as an insurance company that has a large IT staff. That IT staff is creating apps for your phone and to speed up your service processes and those kinds of things. These are obviously investments. They generate returns from now until kingdom come. Yet they are recorded as an expense because those 40 people in the IT department, they just work there.

We invest in intellectual property; some of that is tracked, but a lot of the supporting roles do not capture it.

The book by Jonathan Haskel and Stian Westlake, *Capitalism Without Capital*. You're nodding so I think you must know the book I mean. It shows that, actually, intangible investment in

avis, si nous investissons massivement dans le captage du carbone, cela réglerait le gros problème. La transition serait moins pressante. Nous pourrions décider du calendrier, dans une grande mesure, au lieu de nous le faire imposer.

**La présidente :** Convenez-vous que nous pourrions ajouter le nucléaire à la liste des sources d'énergie?

**M. Poloz :** Absolument. C'est de l'énergie verte, c'est certain. Bien sûr, sa réputation a été entachée par quelques incidents, et ils sont importants, mais ces risques, à mon avis, sont minimes par rapport au risque existentiel associé au réchauffement de la planète. Il faut mettre ces risques en perspective. Nous ne pouvons pas nous contenter de réclamer le risque zéro. Prenons le nucléaire. Dans certains pays, on le refuse sur toute la ligne parce qu'il serait trop dangereux. Pourtant, ces gens sont prêts à prendre le risque de ne pas avoir assez d'énergie jusqu'en 2050, ou à accepter le réchauffement de la planète, qui menace notre existence même. Ce sont là autant de risques. Ils ont leur importance, mais il est impossible de les ramener à zéro.

**Le sénateur Woo :** Je suis heureux de vous revoir, monsieur l'ex-gouverneur.

**M. Poloz :** De même.

**Le sénateur Woo :** Merci de votre déclaration liminaire, que j'ai trouvée très stimulante. Je voulais revenir sur vos premiers propos, qui sont fascinants. Selon vous, il est difficile de percevoir clairement l'évolution de la productivité au Canada. Vous nous avez invités à discuter avec des spécialistes des problèmes inhérents à une juste mesure de la productivité, par exemple. Mais vous ne nous avez pas vraiment dit si, d'après vous, la productivité est surestimée ou sous-estimée au Canada. Dans quel sens au juste la mesure est-elle faussée? Et pourquoi est-ce votre avis?

**M. Poloz :** Elle est sous-estimée, tout comme l'investissement. Commençons par l'investissement. J'ai évoqué l'importance croissante de l'investissement immatériel. Prenons l'exemple d'une compagnie d'assurance qui a un important personnel de TI. Ce personnel crée des applications pour le téléphone, pour accélérer le service et ainsi de suite. Ce sont évidemment des investissements. Ils donnent des rendements d'ici à la fin des temps. Pourtant, ils sont comptabilisés comme des dépenses parce que ces 40 personnes du service de TI travaillent là.

Nous investissons dans la propriété intellectuelle. Une partie de cette propriété fait l'objet d'un suivi, mais dans un grand nombre des rôles de soutien on n'en tient pas compte.

Le livre de Jonathan Haskel et de Stian Westlake, *Capitalism Without Capital*... Comme vous faites signe de la tête, vous devez savoir de quel ouvrage je veux parler. Les auteurs

the U.S. is now more important than traditional machinery and equipment and physical capital. That trend line just crosses. That's not measured properly.

Productivity, as you know well, is even harder for statisticians to measure. For instance, in the U.S., there is so much more private health care. That's a high productivity business. If you just watch "Grey's Anatomy" or something, you know they are making lots of money by making the hospital more efficient. In Canada, where health care is primarily publicly provided, we measure output by the number of beds. There is no productivity coming from that whole sector that is measured in our GDP statistics, and yet it matters tremendously.

Those are just a couple of the examples. I am not an expert. I suggest you bring in someone from Statistics Canada to help you understand that it is not black and white, the way it's described in the traditional charts. It just isn't.

**Senator Woo:** That leads me to my follow-up question, if I may. There are many who argue that these intangible productivity gains are really a function of what they call financialization of the economy, which is illusory. We know from the collapse of the London financial sector, after the great financial crisis of 2008, that many of the so-called productivity gains of the City of London weren't real. Do you know what I mean?

**Mr. Poloz:** Yes.

**Senator Woo:** They were just bubbles. I do not mean bubbles in the sense of financial markets, stock markets, but the gains that were there, including some of the things that you have described, were not really contributing to the real economy.

I want to get to the question of this study, which is why is business investment lagging other types of investment? Could it be, former governor, that the economy, and our economy in the West particularly, has become so hooked on financialization that capital is being sucked away from the real sector into the money sector and into what you might call consumer internet? It kind of feels good, and we love being able to buy things on Amazon very quickly, but it's not really clear that we're improving our standard of living.

**Mr. Poloz:** Well, that's a very interesting way to portray it, senator. I would just say be wary of making that clean of a distinction because, of course, innovation in the financial sector

montrent que, en fait, cet investissement immatériel est maintenant plus important, aux États-Unis, que l'investissement classique en machines et équipement, en capital matériel. La tendance commence à s'imposer. Cet investissement n'est pas mesuré correctement.

Comme vous le savez pertinemment, la productivité est encore plus difficile à mesurer pour les statisticiens. Aux États-Unis, par exemple, il y a beaucoup plus de soins de santé privés que chez nous. C'est un secteur à forte productivité. Pour le constater, il suffit de regarder une série comme *Grey's Anatomy*. On voit que ces entreprises font beaucoup d'argent en rendant les hôpitaux plus efficaces. Au Canada, où les soins de santé sont principalement fournis par le secteur public, nous mesurons la production en fonction du nombre de lits. Il n'y a pas de gain de productivité provenant de l'ensemble de ce secteur qui soit mesuré dans nos statistiques sur le PIB. Pourtant, il est extrêmement important.

Ce ne sont là que quelques exemples. Je ne suis pas un expert. Je vous invite à faire venir quelqu'un de Statistique Canada pour vous aider à comprendre que rien n'est aussi nettement tranché qu'on le croirait en regardant les graphiques classiques. Ce n'est pas le cas.

**Le sénateur Woo :** Voilà qui m'amène à ma question complémentaire, si vous me le permettez. Nombreux sont ceux qui soutiennent que ces gains de productivité immatérielle sont en réalité fonction de ce qu'ils appellent la financiarisation de l'économie, qui est illusoire. L'effondrement du secteur financier de Londres, après la grande crise financière de 2008, nous a appris que bon nombre des prétendus gains de productivité de la ville de Londres n'étaient pas réels. Voulez-vous ce que je veux dire?

**M. Poloz :** Oui.

**Le sénateur Woo :** Ce n'étaient que des bulles. Je ne parle pas de bulles dans le sens des marchés financiers, des marchés boursiers, mais les gains réalisés, y compris certaines des choses que vous avez décrites, ne contribuaient pas vraiment à l'économie réelle.

J'en viens à la question de cette étude : pourquoi l'investissement des entreprises est-il à la traîne derrière les autres types d'investissement? Se pourrait-il, monsieur le gouverneur, que l'économie, et plus particulièrement l'économie occidentale, soit devenue si dépendante de la financiarisation que le capital est détourné du secteur réel vers le secteur monétaire et vers ce qu'on pourrait appeler l'Internet de la consommation? C'est plutôt agréable, et nous aimons bien pouvoir acheter divers produits sur Amazon très rapidement, mais il n'est pas vraiment clair que notre niveau de vie en soit relevé.

**M. Poloz :** Voilà une façon très intéressante de présenter les choses, monsieur le sénateur. Je dirais simplement qu'il faut se méfier d'une distinction qui serait aussi nette, car, bien sûr,

does produce productivity throughout the economy. I save a lot of time driving around comparing prices and so on. In fact, I don't drive around at all now. I just check the various things on the web, and then one person drives everywhere in the neighbourhood and drops off the packages. We're saving gas; we're saving time. That's my productivity.

The financialization of this has positive elements, but you're right that in the financial sector itself things get puffed up. Then that kind of gets measured as GDP, which is not really GDP. That could very well be one of the reasons why U.S. productivity tends to look higher than ours — because it's more puffed up there than here.

That's exactly why I think some examination of the statistical side would be worth it for your committee to understand that better, so that people weren't so glum about Canada's performance.

In the past, I know — take for example the aerospace sector. Well, the statistician now is comparing productivity at what we used to call Bombardier — now Airbus — to productivity at a huge aircraft manufacturer, like Boeing, in the United States. They aren't the same business at all. But if we compare the data, there is productivity from aerospace for both countries.

But if we take things that are the same, such as paper production, what you discover is the productivity is identical in both countries. The technology is the same. The scale is very similar, and they are competing head to head.

This is what I mean when I say that when I go around the economy and visit with companies, they are always telling me great stories about their increases in productivity. It really is everywhere except in the statistics. I do think that the situation is better than it seems. I think you need to allow for that from the statistical agency to get a better fix on their limitations of their data, so at least you know what is fragile about them.

**The Chair:** Believe me, we are going to do just that. Thank you, governor.

**Senator Loffreda:** Thank you, former Governor Poloz for being here. Nice to see you again.

I would like to look at it from another angle, where we are performing well. What best practices or policies or creative ideas do we have on that side that we can bring over to the business investment side? We have all seen, on the business investment

l'innovation dans le secteur financier apporte de la productivité à l'ensemble de l'économie. J'économise beaucoup de temps lorsque j'essaie de comparer les prix et ainsi de suite. En fait, je ne me déplace plus du tout en voiture. Je fais mes vérifications sur le Web. Et puis un livreur qui va dans tout le quartier distribue les colis. Nous économisons de l'essence et du temps. C'est un gain de productivité.

La financiarisation comporte des avantages, mais vous avez raison de dire que, dans le secteur financier, il y a une espèce de gonflement des valeurs. Ensuite, cela est capté dans le PIB, alors que cela n'en fait pas vraiment partie. Il se peut fort bien que ce soit l'une des raisons qui expliquent que la tendance de la productivité aux États-Unis semble meilleure que la nôtre. Cet effet de gonflement est plus marqué là-bas.

Voilà justement pourquoi il vaudrait la peine que le comité étudie la question des statistiques et comprenne mieux la situation. On ne serait pas aussi pessimiste au sujet des résultats du Canada.

Par le passé, je sais... Prenons l'exemple du secteur aérospatial. Le statisticien compare maintenant la productivité de ce que nous appelions Bombardier — maintenant Airbus — à celle d'un énorme fabricant d'aéronefs, comme Boeing, aux États-Unis. Ce n'est pas du tout la même chose. Mais si nous comparons les données, le secteur aérospatial affiche une certaine productivité dans les deux pays.

Si nous comparons des secteurs comparables, comme la production papetière, nous constatons que la productivité est identique dans les deux pays. La technologie est la même. L'échelle de production est très semblable, et ils sont en concurrence directe.

Voilà ce que je veux dire quand j'explique que, si je fais le tour de l'économie et rends visite à des entreprises, elles me disent toujours de belles choses au sujet de leurs gains de productivité. La productivité augmente vraiment partout sauf dans les statistiques. La situation est meilleure qu'il n'y paraît. Vous devez permettre à l'organisme statistique de mieux expliquer les limites de ses données. Vous saurez au moins en quoi elles sont fragiles.

**La présidente :** Croyez-moi, c'est exactement ce que nous allons faire. Merci, monsieur le gouverneur.

**Le sénateur Loffreda :** Je remercie l'ancien gouverneur Poloz d'être parmi nous. Heureux de vous revoir.

Je voudrais aborder la question sous un autre angle, celui de nos bons résultats. Quelles sont les pratiques exemplaires, les politiques ou les idées originales que nous avons sur ce plan-là et que nous pouvons reprendre du côté de l'investissement

side, what is most worrisome also is the lack of investment occurring in manufacturing equipment, intellectual property, where technology plays a large part.

I do have Governor Macklem's recent speech where he is in agreement with a lot of the points you raised: We should have more favourable tax treatment. Capital gains are treated differently. I can go on and on — infrastructure, property taxes. But according to the Global Affairs Canada website, Canada had the second-largest foreign direct investment stock-to-GDP ratios among G20 countries over the 2016 to 2020 period, which is almost the identical period where business investment was at its lowest since 1970.

Yet we still hear — and we have heard it so many times — that Canada is becoming an increasingly unattractive destination for foreign investment because of the reasons that you mentioned in your opening speech and that Governor Macklem mentioned.

What are your views on that? Are there any policies or best practices or is that surprising to you that we are among the leaders when it comes to foreign direct investment stock-to-GDP ratio? What can we bring forward or what other ideas can come out of that besides what we have already mentioned?

**Mr. Poloz:** Well, you're absolutely right that Canada traditionally has been a great destination for foreign investment. Thank goodness because for an economy our size, we probably could not generate the levels of investment that we needed. That's one of the things that small economies like ours generally rely on: a flow of investment in. Therefore, they carry a current account deficit. It's the financing of that deficit which is the counterpart of that flow.

I think a lot of the disappointment that emerged in the last six or seven years, maybe a little longer, has primarily been because of the energy sector, and it came in the wake of the collapse in energy prices in 2014 to 2015. That caused a scaling back, and a number of foreign investors, as Senator Gignac mentioned, decided to leave the oil sands, for example. Of course, investment is naturally going to be lower when you think, well the production from there is not going to continue to grow because of ESG concerns. We have all those things happening all at the same time.

Well, now prices are \$100 again, just like they were back in the 2010, 2011, 2012 period. Right now, I don't know if anybody believes that will persist. My guess is it won't, but even if it did, there would be a point at which maybe we would get a little

des entreprises? De ce côté-là, nous avons tous constaté que le plus inquiétant, c'est le manque d'investissements dans le matériel de fabrication, la propriété intellectuelle, où la technologie joue un rôle important.

J'ai en main le récent discours du gouverneur Macklem. Il est d'accord sur un bon nombre de points que vous avez soulevés : nous devrions avoir un traitement fiscal plus favorable, les gains en capital sont traités différemment... Je pourrais continuer encore longtemps et ajouter l'infrastructure et les impôts fonciers, par exemple. Toutefois, selon le site Web d'Affaires mondiales Canada, le Canada s'est classé au deuxième rang, parmi les pays du G20, pour le ratio de l'investissement étranger direct par rapport au PIB au cours de la période de 2016 à 2020, ce qui correspond presque parfaitement à celle où l'investissement des entreprises a été à son plus bas niveau depuis 1970.

Pourtant, nous entendons encore dire — et nous l'avons entendu à maintes reprises — que le Canada devient une destination de moins en moins attrayante pour les investisseurs étrangers pour les raisons que vous avez énumérées dans votre intervention initiale et que le gouverneur Macklem a signalées aussi.

Qu'en pensez-vous? Y a-t-il des politiques ou des pratiques exemplaires qui jouent ou êtes-vous étonné que nous soyons parmi les chefs de file en ce qui concerne le ratio de l'investissement direct étranger par rapport au PIB? Que pouvons-nous proposer ou quelles autres idées pouvons-nous avancer, à part ce que nous avons déjà mentionné?

**M. Poloz :** Vous avez tout à fait raison de dire que le Canada a toujours été une excellente destination pour les investissements étrangers. Dieu merci, car une économie de la taille de la nôtre ne pourrait probablement pas assurer les niveaux d'investissement dont elle a besoin. C'est l'une des choses sur lesquelles comptent généralement les petites économies comme la nôtre : un apport d'investissements de l'étranger. Elles ont donc un déficit de la balance courante. C'est le financement de ce déficit qui est la contrepartie de cet apport.

Une grande partie de la déception qui a émergé au cours des six ou sept dernières années, peut-être un peu plus, est attribuable principalement au secteur de l'énergie, à cause de l'effondrement des cours de l'énergie, en 2014-2015. Il y a eu un repli de l'activité, et un certain nombre d'investisseurs étrangers, comme le sénateur Gignac l'a dit, ont décidé de se retirer de l'exploitation des sables bitumineux, par exemple. Bien sûr, les investissements dans ce secteur vont diminuer parce que la production ne continuera pas de croître en raison des critères ESG. Toutes ces choses se produisent en même temps.

Les prix atteignent de nouveau les 100 \$, tout comme ils l'ont fait en 2010, 2011 et 2012. À l'heure actuelle, je ne sais pas si quelqu'un croit que cela va durer. Sans doute que non, mais même si c'était le cas, il y aurait peut-être un moment où nous

more investment. I think the most important way we can do that is to clear things up for people so that they understand there is a legitimate future. These are very long-range investment plans. You're not going to bet the farm and then have somebody say, no, we have decided you're going to have to leave all that stuff in the ground. That's billions of dollars wasted.

You need that clarity, otherwise those investments won't occur. They won't occur if you can't get the product out to the world either. Okay? That's the infrastructure point.

**Senator Loffreda:** I would like to look at the other side where back in my banking days, on the knowledge-based industries and companies that were growing, there were numerous surveys from accounting firms that found once the company does reach a certain level of EBITDA, many entrepreneurs would rather sell their company than grow their company. The numbers were astounding and surprising. Without mentioning the accounting firms or the surveys, I am sure you have seen those and you're aware.

What can we do to entice the entrepreneur to keep the companies in Canada and invest? Because what happens is foreigners come in, purchase those companies and investments don't occur back here in Canada, they occur back home in their head offices and what have you. Jobs are not created in Canada. Any quick fix on that or your impressions on that?

**Mr. Poloz:** Well, I will offer a couple of ideas and move along. We have a habit of doing a lot of things to encourage small businesses. We do very little to encourage growing businesses. In fact, what we do is we begin to tax them really hard as soon as they grow to a certain stage.

The big winnings from starting a new company are in that first part. There is a bias there. You can really cash in and then start another one. That's why you get these serial entrepreneurs. The model I would prefer to see the growth stories happen — as I said, there is an important gap in our financing structure at that stage. We have ways of addressing that. We do not have a very competitive banking sector. We know this.

We maybe need a little bit of disruption there. The Canadian Business Growth Fund is kind of a type of that kind of disruption. It's not the only idea.

obtiendrions un peu plus d'investissements. Le plus important serait de tirer les choses au clair pour que les investisseurs sachent qu'il y a un avenir légitime. Ce sont des plans d'investissement à très long terme. L'investisseur ne va pas tout parier sur cette production si quelqu'un risque de décider que toutes ces ressources vont rester dans le sol. Ce sont des milliards de dollars qui seraient gaspillés.

Il faut que la situation soit claire, sans quoi aucun investissement ne se concrétisera. Il n'y aura pas d'investissements non plus s'il est impossible d'acheminer la production vers les marchés mondiaux, n'est-ce pas? C'est là que surgit le problème d'infrastructure.

**Le sénateur Loffreda :** J'adopte un autre angle. À l'époque où je travaillais dans le secteur bancaire, bien des enquêtes menées par des cabinets comptables sur des industries et entreprises du savoir en croissance montraient que, une fois atteint un certain niveau de BAIJA, de nombreux entrepreneurs préféraient vendre leur entreprise plutôt que de la faire croître. Les chiffres étaient renversants, étonnantes. Même si je m'abstiens de toute précision sur les cabinets comptables et les enquêtes, je suis sûr que vous en avez entendu parler et que vous êtes au courant.

Que pouvons-nous faire pour inciter les entrepreneurs à garder les entreprises au Canada et à y investir? Ce qui arrive, c'est que des étrangers viennent acheter ces entreprises et que les investissements ne se font pas ici, au Canada, mais à leur siège social et ailleurs. Les emplois ne sont pas créés au Canada. Avez-vous une solution rapide à proposer? Quelles sont vos impressions?

**M. Poloz :** J'ai bien une idée ou deux, puis je passerai à autre chose. Nous avons l'habitude de faire beaucoup de choses pour encourager les petites entreprises, mais nous en faisons très peu pour favoriser la croissance. En réalité, nous imposons lourdement les entreprises dès qu'elles atteignent un certain stade.

Les gains importants au démarrage d'une nouvelle entreprise sont réalisés dès le premier stade. Il y a là un parti pris. L'entrepreneur peut gagner gros, puis lancer une autre entreprise. C'est pourquoi il y a des entrepreneurs en série. Le modèle que je préférerais est celui de la croissance. Je le répète, il y a une grave lacune dans notre structure de financement à cette étape. Il y a des moyens de régler le problème. Nous n'avons pas un secteur bancaire très concurrentiel. Nous le savons.

Il faudrait peut-être un peu bousculer les choses. Le Fonds de croissance des entreprises du Canada est une initiative qui peut rebrasser la donne. Mais ce n'est pas la seule idée.

The other thing is to put in things that encourage companies to grow such as tax breaks. The more jobs that are created for example, that's symptomatic of growth. Right now, you find other ways to tax them because they are getting bigger.

**Senator Loffreda:** Tax once again. Thank you for that.

[*Translation*]

**Senator Bellemare:** Welcome, Mr. Poloz. It's a pleasure to have you with us today. I'll ask you my question in French, but you can answer it in English. I'll try to get right to the point.

In your book, which is about the age of uncertainty, you said that one of those uncertainties concerns the workforce. When you live in a period of uncertainty, you must know how to adapt. That's the key. We know that today, even the banks emphasize the human factor and skills. These elements pose a significant challenge in terms of adapting to uncertainties. Even at the Davos forum, there was talk of —

[*English*]

— skills as the currency of the 21st century.

[*Translation*]

In Canada, we know that companies and governments don't invest much in workforce training. They invest heavily in education, but not in training. Should we leave things that way, or should we take the bull by the horns with respect to workforce training and ensure more public and private investments? If we fail to do so, companies will. IBM, for example, has developed application frameworks and short courses. However, this isn't enough in these uncertain times.

[*English*]

**Mr. Poloz:** I agree with you. We will need more tools or at least more resources dedicated to this because, I think as I mentioned, the World Economic Forum suggests close to 15% of people will have their jobs disrupted by the next technology wave, which is the artificial intelligence wave.

That means then that those people will be moved to the bottom part of the K-shaped trajectory. Finding a way to the top will be quite an incentive for companies themselves to help their employees to do this, as the IBM example suggests. There is an internal learning.

I think they will be wanting to do this because there will be a shortage of workers as the aging progresses. In effect, in the market, the power will shift from the employer to the employee,

Il faut aussi proposer des mesures qui encouragent les entreprises à croître, comme des allégements fiscaux. La création d'emplois, par exemple, est symptomatique de la croissance. À l'heure actuelle, on trouve d'autres façons d'imposer les entreprises parce qu'elles prennent de l'expansion.

**Le sénateur Loffreda :** Encore les impôts. Merci.

[*Français*]

**La sénatrice Bellemare :** Bienvenue, monsieur Poloz. C'est très agréable de vous avoir avec nous aujourd'hui. Je vais vous poser ma question en français, mais vous pourrez y répondre en anglais. Je vais essayer d'aller à l'essentiel.

Dans votre livre, qui a pour sujet l'âge des incertitudes, vous avez mentionné que l'une de ces incertitudes concerne la main-d'œuvre. Quand on vit une période d'incertitude, il faut savoir s'adapter; c'est la clé. On sait qu'aujourd'hui, même les banques insistent sur le facteur humain et les compétences, qui représentent un défi incroyable pour s'adapter aux incertitudes. Même lors du forum à Davos, on a évoqué les —

[*Traduction*]

... compétences comme monnaie du XXI<sup>e</sup> siècle.

[*Français*]

Au Canada, on sait que les investissements des entreprises et des gouvernements sont faibles sur le plan de la formation de la main-d'œuvre. Il est fort sur le plan de l'éducation, mais pas pour la formation. Devrions-nous laisser cela ainsi, ou devrions-nous prendre le taureau par les cornes pour ce qui est de la formation de la main-d'œuvre et faire en sorte qu'il y ait plus d'investissements publics et privés? Si on ne le fait pas, des entreprises le feront. IBM, par exemple, a développé des cadres d'applications et des formations courtes. Cependant, cela n'est pas suffisant en cette période d'incertitude.

[*Traduction*]

**M. Poloz :** Je suis d'accord avec vous. Nous aurons besoin de nouveaux outils ou, à tout le moins, de ressources plus généreuses à cet égard parce que, comme je l'ai dit, le Forum économique mondial laisse entendre que près de 15 % des gens verront leur emploi perturbé par la prochaine vague technologique, qui est celle de l'intelligence artificielle.

Cela signifie que ces gens seront déplacés vers la partie inférieure de la trajectoire en forme de K. Pour se hisser au sommet, les entreprises seront portées à aider leurs employés à se former, comme le suggère l'exemple d'IBM. Il faut un effort d'apprentissage à l'interne.

Les entreprises vont vouloir agir parce qu'il y aura une pénurie de main-d'œuvre à cause du vieillissement démographique. En effet, sur le marché, le pouvoir passera de l'employeur à

and they will look for more protection and more safety nets and more risk mitigation. That's why I mention helping people draw on a fund in order to move. When the job is in Guelph but you're living in Saskatoon and it's a big job to move there, why is all the risk on the household? There is no risk mitigation measures from us.

There are lots of training programs at the provincial level that work really well, including apprenticeship programs. We have the basic infrastructure there, but the individual takes all the risk. That's my concern.

**Senator Bellemare:** That's a problem.

**Mr. Poloz:** Yes.

**Senator Bellemare:** Don't you think if the government were investing more, then it would help the transition and also it will be leverage for the private investment and even some leverage for investment in machinery and equipment? There is a link. There is a correlation on those big variables.

**Mr. Poloz:** I agree with you. From the point of view of the firm, if the government's doing something to reduce that tension or the risk for the worker, that makes it easier for the firm to get the job done. To make an investment, have the people there, then the productivity comes next.

I agree completely. How do we do that? Is it going to be really hard for them to find the match? What do we do to make it easier to find the match? That would make it easier for people to move. My son is a renovator. He can obviously work in Ottawa, but he can't work across in Aylmer, Quebec; however a renovator in Aylmer can work in Ontario. Those are the kinds of interprovincial things that make no sense in all vocations.

**Senator Bellemare:** Thank you.

**Senator Marshall:** Welcome, Mr. Poloz. It's nice to see you again.

I want to talk about your opening remarks on the lagging business investment in Canada. You were listing off all the factors — international trade, interprovincial trade, infrastructure and energy transition. I agree that we will have an issue with energy security. You talked about government procurement, red tape and the increasing taxes on growing businesses.

It sounds like a lot of those problems or factors are within the purview of government, and they should be able to do something to fix it. It seems like part of it is that government has a

l'employé. On cherchera à obtenir plus de protection, un meilleur filet de sécurité et une atténuation plus marquée des risques. C'est pourquoi je parle d'aider les travailleurs à puiser dans un fonds pour se déplacer. Si l'emploi se trouve à Guelph, mais que le travailleur habite à Saskatoon, et si le déménagement est une lourde tâche, pourquoi le ménage assumerait-il tous les risques? Nous n'avons proposé aucune mesure d'atténuation des risques.

Il y a beaucoup de programmes de formation au niveau provincial qui fonctionnent très bien, y compris des programmes d'apprentissage. Nous avons l'infrastructure de base, mais c'est le travailleur qui prend tous les risques. C'est ce qui me préoccupe.

**La sénatrice Bellemare :** C'est un problème.

**M. Poloz :** Effectivement.

**La sénatrice Bellemare :** Ne pensez-vous pas que si le gouvernement investissait davantage, cela faciliterait la transition et aurait un effet de levier sur l'investissement privé et même un certain effet de levier sur l'investissement dans les machines et le matériel? Il y a un lien. Il y a une corrélation entre ces grandes variables.

**M. Poloz :** Je suis d'accord avec vous. La tâche de l'entreprise se trouvera facilitée si le gouvernement fait quelque chose pour alléger cette tension ou le risque pour le travailleur. Pour faire un investissement, il faut de la main-d'œuvre. La productivité vient ensuite.

Je suis tout à fait d'accord. Comment s'y prendre? Est-ce que ce sera vraiment difficile de trouver le bon travailleur pour le bon poste? Que faisons-nous pour faciliter cette correspondance entre poste et travailleur? Les déménagements en seraient facilités. Mon fils est rénovateur. Il peut évidemment travailler à Ottawa, mais il ne peut pas le faire à Aylmer, au Québec. Par contre, un entrepreneur d'Aylmer peut travailler en Ontario. C'est le genre de barrière entre les provinces qui est absurde dans toutes les professions.

**La sénatrice Bellemare :** Merci.

**La sénatrice Marshall :** Bienvenue, monsieur Poloz. Heureuse de vous revoir.

Je reviens à vos propos du début au sujet du retard dans les investissements des entreprises au Canada. Vous avez énuméré tous les facteurs — commerce international, commerce interprovincial, infrastructure et transition énergétique. Je conviens que nous aurons un problème de sécurité énergétique. Vous avez parlé des marchés publics, des tracasseries administratives et de l'augmentation des impôts des entreprises en croissance.

On dirait bien que bon nombre de ces problèmes ou de ces facteurs relèvent du gouvernement, qui devrait être en mesure de les régler. Il semble que le gouvernement étrangle

stranglehold on businesses. We know what a lot of the problems are, and you have identified them. Some of these issues have been around for quite a while, and we had a lot of red tape reduction initiatives that have been unsuccessful. Government procurement has been studied to death. What is the solution? How does government get out of this? What would be your advice to government?

**Mr. Poloz:** Well I could go on at some length, but I know the chair would not appreciate it. I will say that these problems that you just mentioned are easy to fix if you just say that must stop as of now.

If it requires collaboration with provincial governments — and sometimes that's the case. If you get in a room with the finance ministers of the provinces, territories and the federal government — out there in the world, people are concerned that we have a lot of debt after the pandemic and somehow it has to be paid. They are concerned there is going to be higher taxes somehow to pay for this. What if you could emerge from that room and say, "We have all agreed we could get rid of all these impediments to growth and we don't have to raise taxes at all. The deficit is going to go away by itself." Wouldn't that be a great announcement? It's because economic growth will be higher.

It seems there would be a lot of political win, win, win in that kind of a meeting. I fail to understand why it can't be done. I keep hearing it's politically impossible. I'm sorry to be disappointing, and it's not an easy answer. Last night, President Biden said that they are going to do all of this and they're doing it with American workers. We don't even do that for procurement. We are in charge of our own procurement. But we have a policy that says you have to go through a process that has the lowest price and the lowest risk and that's it. That is the license that the procurer has.

**Senator Marshall:** It is very discouraging, Mr. Poloz, because we remain hopeful. But now, after hearing you, I'm not so hopeful. Thank you. I appreciate your honesty.

**Senator Massicotte:** Mr. Poloz, thank you for being with us. When you listed all the impediments to trade, I thought your conclusion would be that we can't beat expectation and we can't seek any growth, but you came across differently. We all acknowledge that. It's hard to measure productivity. We have tried for decades. You're right about that.

Let me ask your opinion as to why you're the optimist and think we could have significant GDP growth and, therefore, increasing debt without difficulty? Some of your colleagues, and David Dodge in particular, are quite concerned by the increasing debt and that a Canadian government is being somewhat lazy by basically providing funding to the consumer, to the Canadian

les entreprises. Nous connaissons beaucoup de problèmes, et vous les avez cernés. Certains existent depuis un bon moment, et beaucoup d'initiatives visant à simplifier les formalités administratives ont échoué. Les marchés publics ont été étudiés à n'en plus finir. Quelle est la solution? Comment le gouvernement peut-il s'en sortir? Quels conseils lui donneriez-vous?

**M. Poloz :** Je pourrais en parler longtemps, mais la présidente ne serait pas tellement d'accord. Je dirais que les problèmes que vous venez de signaler sont faciles à régler pour peu qu'on dise carrément que ça doit cesser tout de suite.

S'il faut collaborer avec les gouvernements provinciaux... C'est parfois le cas. On réunit dans une salle les ministres des Finances des provinces, des territoires et du gouvernement fédéral. Un peu partout dans le monde, des gens s'inquiètent parce nous sommes très endettés après la pandémie et qu'il faut trouver le moyen de rembourser la dette. Ils craignent qu'il ne faille alourdir les impôts. Et si ces ministres sortaient de la salle en disant : « Nous nous sommes entendus pour éliminer tout ce qui entrave la croissance, et nous n'aurons pas à relever les impôts. Le déficit va se résorber tout seul »? Ne serait-ce pas une bonne nouvelle? C'est que la croissance économique sera plus vigoureuse.

Tous auraient tout à gagner sur le plan politique d'une réunion semblable. Je ne comprends pas qu'on ne puisse pas le faire. J'entends dire constamment que c'est politiquement impossible. Je suis désolé de vous décevoir. Ce n'est pas une réponse facile. Hier soir, le président Biden a dit que l'administration allait agir, et qu'elle le ferait de concert avec les travailleurs américains. Même pour les marchés publics, nous ne faisons rien. Nous en sommes pourtant responsables. Mais notre politique impose le choix du plus bas prix et du risque le plus faible, point final. C'est le mandat du responsable des acquisitions.

**La sénatrice Marshall :** C'est très décourageant, monsieur Poloz, parce que nous gardons espoir. Mais maintenant, après vous avoir entendu, je ne suis plus aussi optimiste. Merci. J'apprécie votre honnêteté.

**Le sénateur Massicotte :** Monsieur Poloz, merci d'être parmi nous. Lorsque vous avez énuméré tous les obstacles au commerce, j'ai pensé que votre conclusion serait que nous ne pouvons pas dépasser les attentes et que nous ne pouvons pas chercher à stimuler la croissance, mais vous avez présenté les choses différemment. Nous le reconnaissions tous. Il est difficile de mesurer la productivité. Nous avons essayé pendant des décennies. Vous avez raison.

Pourquoi êtes-vous optimiste et pensez-vous que nous pourrions avoir une croissance importante du PIB et, par conséquent, augmenter la dette sans difficulté? Certains de vos collègues, notamment David Dodge, sont très préoccupés par l'augmentation de la dette et par le fait que le gouvernement du Canada cède à la paresse en donnant des fonds au

citizen, as opposed to finding ways to stimulate trade or productivity. Do you have any comments on that? Obviously, you will probably disagree, but could you comment on that?

**Mr. Poloz:** The fact is that we have the conditions in place that I would consider to be the minimalist conditions for sustainability, that interest rates will remain low, growth should be just enough so that the debt-to-GDP ratio can trend downwards through time.

If that is deemed sufficient to have us ready for the next bout of volatility or crisis, I think that's a political question. It's not up to me. I think a lot of people think we should try to get back into a stronger, more resilient fiscal position sooner to be ready for the next big event. I probably would be among them.

I think the way to do that is to address some of these impediments so economic growth goes up. We will get huge returns from those changes, and we won't even have to spend any money to do that. I don't think it can get any smarter than this. But, if that's too hard, then we'll have to muddle our way through, and I think we can more or less barely muddle our way through on the current trajectory. It's not necessarily the one you or I would choose.

**Senator Massicotte:** Thank you.

**Senator Yussuff:** Thank you, governor, for taking the time to be here this evening, and thank you, of course, for your years of public service.

You have described some challenges. I want to focus on two. One is the energy transition that is happening. Of course, we have seen a tremendous amount of jobs lost in the sector and, as we know, the majority of pension plans are very hesitant about their long-term commitment to invest in this sector. I recognize what you're saying about carbon capture, but there have been assessments made by many pension investments that they need to move their money in another direction, at least the company, to show more commitment on how they can get us to net zero between 2030 and 2050.

The last point is we have an aging workforce in the country. You spoke about the mobility challenge we face. We have a lot of workers who have skills but, for a variety of reasons, they can't go to a place to put their skills to work. I know you and the governor of the bank provide a lot of advice, yet we have not been able to solve this problem. Here we are in 2022 and the problem is worse today than it was two or three years ago.

**Mr. Poloz:** The energy transition — you're right that the uncertainty is already playing a role there in levels of investment and therefore employment. You're right about the

consommateur, au citoyen canadien, en somme, au lieu de chercher les moyens de stimuler le commerce ou la productivité. Qu'en pensez-vous? De toute évidence, vous ne serez probablement pas d'accord, mais quel est votre sentiment?

**M. Poloz :** Nous avons en place des conditions que je considère comme minimales pour nous en tirer, les taux d'intérêt demeureront bas, la croissance devrait être juste suffisante pour que le ratio de la dette au PIB diminue au fil du temps.

Est-ce suffisant pour nous préparer au prochain épisode de volatilité ou à la prochaine crise? Il s'agit en fait d'une question politique. Ce n'est pas à moi de décider. Bien des gens pensent que nous devrions essayer de retrouver une position financière plus solide et plus résiliente plus rapidement pour être prêts à affronter le prochain coup dur. Je partage probablement cet avis.

La solution, selon moi, consiste à éliminer des obstacles pour que la croissance économique augmente. Ces changements nous rapporteront énormément sans que nous ayons à dépenser quoi que ce soit. Il n'y a pas de solution plus intelligente. Mais, si c'est trop difficile, alors nous devrons nous débrouiller tant bien que mal. Nous pouvons le faire en maintenant la trajectoire actuelle. Ce n'est pas nécessairement celle que vous ou moi choisirions.

**Le sénateur Massicotte :** Merci.

**Le sénateur Yussuff :** Merci, monsieur le gouverneur, d'avoir pris le temps d'être ici ce soir, et merci, bien sûr, pour vos années de service public.

Vous avez décrit certains défis. Je vais m'attarder à deux d'entre eux. Il y a d'abord la transition énergétique en cours. Bien sûr, il y a eu énormément de pertes d'emplois dans le secteur énergétique et, comme nous le savons, la majorité des régimes de retraite hésitent beaucoup à y investir à long terme. Je comprends ce que vous dites au sujet du captage du carbone, mais de nombreuses évaluations ont été faites par beaucoup de fonds de retraite, et ils ont conclu qu'il fallait placer leurs capitaux ailleurs, au moins au niveau de l'organisation, afin de montrer qu'ils sont plus déterminés à atteindre la carboneutralité entre 2030 et 2050.

Le dernier point est le vieillissement de la main-d'œuvre au Canada. Vous avez parlé du problème de mobilité. Beaucoup de travailleurs ont des compétences, mais, pour diverses raisons, ils ne peuvent pas aller travailler à un endroit où ces compétences seraient mises à profit. Vous et le gouverneur de la banque dispensez beaucoup de conseils, mais nous n'avons pas réussi à résoudre ce problème. Nous voici en 2022 et le problème est pire qu'il ne l'était il y a deux ou trois ans.

**M. Poloz :** La transition énergétique... Vous avez raison de dire que l'incertitude joue déjà un rôle dans les niveaux d'investissement et, par conséquent, dans l'emploi. Vous avez

investors. Many investors take a binary mindset to this and say, “I’m under pressure to demonstrate my ESG credentials, so I’m going to stop holding that stock in your portfolio.” And the investor or the individual investor is demanding this either of their pension plan or of their person managing their money.

What is going to emerge, though, is as companies lay out their concrete plans — and most of them nowadays are — a trajectory that gets them to net zero and proving it along the way, and indeed even connecting executive compensation to the outcomes and floating bonds that will only pay off for them if they meet their ESG objectives — this is pretty rigorous stuff that is emerging. But it’s the measuring of the performance through time that is still a little hard. I think there are many shades of green, and the investor can’t really make them out without doing a lot of work.

But imagine a world — which we’re headed for very soon — where not only do you have an ESG framework, your auditing firm is going to attest to your outcomes. The way they do with your financial numbers, your auditing firm is going to say they have checked on the ESG targets and they have achieved them and they have a good plan.

That transparency is going to allow investors to choose more carefully shades of green for their portfolio. That’s the level of transparency that is coming just like we have today on financial results. When that happens, the transition will be easier to imagine. We can just focus on scope 3; in other words, the actual consumer of carbon intensity. That’s what carbon taxation is designed to deal with.

**The Chair:** Thank you very much, former governor Stephen S. Poloz, Special Advisor at Osler, Hoskin and Harcourt LLP and the author of his best-seller *The Next Age of Uncertainty*. We will take your advice and some of the guidelines you have given us. We really appreciate your time tonight.

**Mr. Poloz:** Thank you. It was a pleasure.

**The Chair:** We will get a copy of the governor’s remarks or at least his notes. We will try and distribute that so people have a reference point.

So thanks again, governor.

We now have the pleasure of welcoming Peter Routledge. He is the head of the Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada — you hear people refer to this as OFSI. He has a private sector background as well. We want to discuss several issues, including everything up to the process of freezing accounts, both through the Emergencies Act and SWIFT, and all of the things that we are discussing at this committee.

raison au sujet des investisseurs. Nombre d’entre eux adoptent un point de vue binaire et disent : « On insiste pour que je respecte les critères ESG. Je vais donc écarter ce titre de votre portefeuille. » Et l’investisseur ou l’épargnant exige cette attitude de son régime de retraite ou de celui qui gère ses fonds.

Que va-t-il se produire? Lorsque les entreprises présenteront leurs plans concrets — et la plupart d’entre elles le font de nos jours — traçant une trajectoire vers la carboneutralité et tâchant d’en témoigner tout au long du parcours, allant parfois jusqu’à lier la rémunération des dirigeants aux résultats et émettant des obligations qui ne rapporteront que si les objectifs ESG sont atteints... C’est une évolution très contraignante qui se dessine. Mais il demeure un peu difficile de mesurer les résultats dans le temps. Il y a bien des nuances dans les choix écologiques, et l’investisseur peut s’y retrouver sans trop de mal.

Imaginez un monde, qui n’est pas si loin, où non seulement il y aura un cadre ESG, mais où votre cabinet d’audit va aussi attester de vos résultats. Comme il le fait pour les données financières, il dira qu’il a vérifié les objectifs ESG, qu’ils ont été atteints et que le plan est bon.

Cette transparence permettra aux investisseurs de choisir plus soigneusement les nuances écologiques de leur portefeuille. C’est le niveau de transparence que nous aurons, tout comme nous l’avons aujourd’hui pour les résultats financiers. Lorsque nous en serons là, la transition sera plus facile à imaginer. Nous pouvons seulement nous concentrer sur les émissions de la portée 3; autrement dit, le consommateur réel de l’intensité en carbone. C’est la raison d’être de la taxe sur le carbone.

**La présidente :** Tous mes remerciements à l’ancien gouverneur Stephen S. Poloz, conseiller spécial chez Osler, Hoskin et Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l., et auteur du succès de librairie *The Next Age of Uncertainty*. Nous suivrons vos conseils et certaines des lignes directrices que vous nous avez proposées. Nous vous sommes vraiment reconnaissants du temps que vous nous avez accordé ce soir.

**M. Poloz :** Merci. Ce fut un plaisir.

**La présidente :** Nous allons obtenir des copies des remarques du gouverneur ou, du moins, de ses notes. Nous allons essayer de les distribuer pour que vous puissiez les consulter.

Merci encore, monsieur le gouverneur.

Nous avons maintenant le plaisir d’accueillir Peter Routledge. Il est à la tête du Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, le BSIF. Il a également travaillé dans le secteur privé. Nous allons discuter de plusieurs enjeux, notamment de ce qui a trait au processus de gel des comptes, tant en vertu de la Loi sur les mesures d’urgence que par l’entremise de la SWIFT. Nous discuterons aussi de tout ce qui occupe ce comité.

Thank you very much for joining us tonight, Mr. Routledge.

If you have some opening remarks, please go ahead.

**Peter Routledge, Superintendent, Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada:** Thank you for having me, Madam Chair.

I'll try to be brief. Good day, Madam Chair and honourable senators. Thank you for the opportunity to appear before this committee today. I look forward to sharing my thoughts on the issues of housing finance, digital money and recent events. With those in mind, before I do my land acknowledgment, I'll also acknowledge that there are many Canadians worried about their friends and loved ones in Ukraine tonight. We have a few of those Canadians at OFSI, so a shout-out to my colleagues.

[*Translation*]

First, I want to acknowledge that I'm speaking to you from the unceded traditional territory of the Anishinaabe people. I'm grateful for the opportunity to be here on this territory.

A key factor in ensuring a sound housing market is a stable housing finance system that provides reliable access to credit at a conservative and risk-based price. As a result, OSFI's role is specifically to safeguard and protect access to quality credit so that Canadians can buy and sell homes.

[*English*]

Our strategy is to ensure that the housing finance system — and the Canadian financial system as a whole — has sufficient buffers to absorb bouts of volatility, the timing of which is uncertain but the arrival of which, as we've learned in recent weeks, is not in doubt. Having these buffers in place helps to ensure credit remains available to support economic activity in times of economic expansion and contraction alike.

Innovation in financial services has accelerated in recent years and, in particular, is encroaching on the multi-faceted concept of money. We call some of these innovations crypto-currencies, others stablecoins and still others decentralized finance, or DeFi. Each innovation has a potential to add value to Canada's financial system and to Canadians, and each brings with it less well-understood risks similar to those which have tripped up financial innovations in the past. How to respond to digital money innovations is one of the questions that faces the federal financial safety net in which OFSI plays a critical role.

Merci beaucoup de vous joindre à nous ce soir, monsieur Routledge.

Si vous avez une déclaration préliminaire, à vous la parole.

**Peter Routledge, surintendant, Bureau du surintendant des institutions financières :** Merci de m'accueillir, madame la présidente.

Je vais essayer d'être bref. Bonjour, madame la présidente et honorables sénateurs. Je vous remercie de me donner l'occasion de comparaître devant le comité aujourd'hui. Je suis heureux de vous faire part de mes réflexions sur les questions du financement de l'habitation et de la monnaie électronique ainsi que des événements récents. Cela dit, avant de reconnaître mon pays, je tiens à souligner que de nombreux Canadiens s'inquiètent pour leurs amis et leurs proches en Ukraine ce soir. Plusieurs de ces Canadiens travaillent avec nous au BSIF, alors j'envoie mes meilleures pensées à ces collègues.

[*Français*]

Avant tout, je tiens à souligner que je m'adresse à vous à partir du territoire traditionnel non cédé du peuple anishinabe. La possibilité qui m'est donnée d'être présent sur ce territoire me remplit de gratitude.

Pour assurer la bonne santé du marché de l'habitation, il est essentiel de faire en sorte que le système de financement de l'habitation soit stable, c'est-à-dire qu'il doit permettre, de manière fiable, d'obtenir du crédit à un prix prudent et fondé sur le risque. En conséquence, le rôle du BSIF consiste plus particulièrement à préserver et à protéger l'accès à du crédit de qualité pour permettre aux Canadiens d'acheter et de vendre un logement.

[*Traduction*]

Notre stratégie consiste à veiller à ce que le système de financement de l'habitation, et le système financier canadien dans son ensemble, bénéficient de mesures de protection suffisantes pour composer avec des épisodes d'incertitude et de volatilité, certes difficiles à prévoir, mais inévitables. La mise en place de ces mesures permet de s'assurer que du crédit demeure disponible pour soutenir l'activité économique en période d'expansion et de contraction.

L'innovation dans les services financiers s'est accélérée ces dernières années et elle élargit encore la nature multidimensionnelle de l'argent. Certaines de ces innovations sont désignées comme des cryptomonnaies, d'autres des cryptomonnaies stables, et d'autres encore des finances décentralisées, ou DeFi. Chaque innovation a le potentiel d'ajouter de la valeur au système financier canadien, mais comporte également des risques moins bien compris, semblables à ceux qui ont fait échouer des innovations financières dans le passé. Le filet fédéral de sécurité financière, au sein duquel

When the current Governor of the Bank of Canada appeared before this committee, he was asked about the bank's work on this issue. I can tell you OFSI is leveraging the bank's work by adapting how we might evaluate the safety and soundness of financial institutions as digital money proliferates.

In Canada, we're fortunate to have a number of government partners working together to analyze and assess the implications of digital money innovations, such as crypto-currencies, on our regulatory frameworks. OFSI is proud to play a part in the development of a federal financial oversight framework that continues to evolve and serve the needs of Canadians.

I look forward to contributing to the committee's study and to answering questions.

**The Chair:** Thanks very much for your remarks.

**Senator C. Deacon:** Really wonderful to see you again, superintendent. A recent report that you did with Bank of Canada interested me — [Technical difficulties]. Your report seemed to say that there was increased risk in delaying action. I'm wondering, as it relates to decentralized finance or crypto, broad stroke, and the lack of regulation and response by regulators so far, does that present a similar situation? Are we risking increased financial risks and economic consequences by not taking a proactive approach to how we are addressing these products? They are already growing in use. We are seeing bitcoin emerging as a payment rail with the Lightning protocol. What are your thoughts in that regard?

**Mr. Routledge:** Thank you, Senator Deacon. I'm happy to talk about climate, but I think your question is more on digital money and crypto-currencies. I think it's fair to say digital money forms are growing exponentially, so crypto-currency valuations are around \$2 trillion of Canada's economy — wasn't that much five years ago. Stablecoins are about \$170 billion. It's growing at a rate that will be, if we meet again in a year, probably two or three times larger.

I think it's fair to say that the growth rates of these innovations are very fast, and if we don't as regulators turn and face those risks and begin to adapt to them, then the build up of unregulated financial system risk will continue. History teaches us that that doesn't end well.

le BSIF joue un rôle essentiel, doit permettre de déterminer comment réagir aux innovations en matière de monnaie électronique.

Lorsque le gouverneur de la Banque du Canada a témoigné devant le comité, on lui a posé des questions sur les travaux de la banque dans ce dossier. Je peux vous affirmer que le BSIF tire parti de ces travaux en adaptant la façon dont il peut évaluer la sûreté et la solidité des institutions financières à mesure que les monnaies électroniques se multiplient.

Au Canada, nous avons la chance de pouvoir compter sur la collaboration de plusieurs partenaires fédéraux pour analyser et évaluer les répercussions des innovations en matière de monnaie électronique, comme les cryptomonnaies, sur nos cadres de réglementation. Le BSIF est fier de jouer son rôle dans l'élaboration d'un cadre fédéral de surveillance financière qui continue d'évoluer et de répondre aux besoins des Canadiens.

Je me réjouis à l'idée de contribuer à l'étude menée par le comité et de répondre aux questions de ses membres.

**La présidente :** Merci beaucoup pour vos observations.

**Le sénateur C. Deacon :** Je suis vraiment ravi de vous revoir, monsieur Routledge. Un rapport que vous avez publié récemment avec la Banque du Canada m'a intéressé — [Difficultés techniques]. Il semblait indiquer qu'en tardant à agir, on augmente les risques. Je me demande, en pensant à l'absence de réglementation du financement décentralisé ou de la cryptographie de façon générale ainsi que de l'absence d'une réponse de la part des organismes de réglementation jusqu'à maintenant, nous trouvons-nous devant une situation semblable? Risquons-nous d'accroître les risques financiers et les conséquences économiques en n'adoptant pas une approche proactive à l'égard de ces produits? Ils sont déjà de plus en plus utilisés. Nous voyons le bitcoin émerger comme une voie de paiement avec le protocole Lightning. Qu'en pensez-vous?

**M. Routledge :** Merci, sénateur Deacon. J'aime parler des éclairs et de la foudre, mais je pense que votre question porte davantage sur l'argent numérique et les cryptomonnaies. Je crois que l'on peut dire que les formes de monnaie numérique s'accroissent de façon exponentielle, et l'assertion relative à la valeur des cryptomonnaies indique qu'elles représentent environ 2 billions de dollars dans l'économie canadienne — elle n'était pas aussi élevée il y a cinq ans. La valeur de la cryptomonnaie stable s'élève à environ 170 milliards de dollars. Si nous en reparlons dans un an, elle sera probablement deux ou trois fois plus élevée.

Je pense que l'on peut affirmer sans se tromper que les taux de croissance de ces innovations sont très rapides, et si nous, les organismes de réglementation, ne faisons pas face à ces risques pour nous y adapter, les risques liés au système financier non réglementé continueront à augmenter. L'histoire nous a enseigné que ce genre de chose tourne toujours très mal.

Now, fortunately, we are involved with the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, and we can work with our international peers to help us. In some places, innovations are faster and further ahead than they are in Canada, so we can get hints and ideas from that partnership.

At the end of the day, if you look at these innovations, they have tremendous potential to add value for Canadians because they will remove the inefficiencies that exist within our traditional fiat money system.

Some enthusiasts are of the point of view or of the perspective that these forms of digital money and these innovations are a replacement to the fiat system. I don't subscribe to that point of view, and I think that is a danger.

My overriding goal and aspiration is to ensure our regulatory system incorporates these innovations very quickly within the regulatory parameters and brings these innovators within the regulatory perimeter quickly. The challenge we have is it's hard to get into the regulatory perimeter right now. We have to think about ways to widen that perimeter and lower the barriers in a way that doesn't detract from financial resilience.

**Senator C. Deacon:** Thank you very much for your answer, superintendent.

[Translation]

**Senator Bellemare:** Welcome, Mr. Routledge. I have a somewhat naive question about crypto-currencies and Ukraine, specifically regarding Russia and the SWIFT financial system. This system was just cancelled for transactions in Russia. Do you think that, given the situation in Russia, there will be an attempt to mitigate the issue with bitcoin or other currencies in order to conduct transactions abroad? Is this a danger? Is it a possibility?

**Mr. Routledge:** Thank you for your question, which requires a great deal of technical language. I'll answer the question better in English, if that's okay.

**Senator Bellemare:** Yes, absolutely.

[English]

**Mr. Routledge:** Crypto-currencies, generally, are not as highly regulated as the fiat financial system; SWIFT would be an example. They are not entirely unregulated. I think it would be an exaggeration to say that the sanctions that the Western world and NATO are currently putting in place in response to the invasion of Ukraine by Russia could be easily circumvented by using crypto means.

Maintenant, heureusement, nous nous sommes joints au Conseil de stabilité financière et au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, alors nous jouissons de l'aide de nos pairs internationaux. Certains pays innovent et progressent plus rapidement que le Canada, ce qui nous permet de tirer des indices et des idées de ce partenariat.

Ces innovations offrent un potentiel énorme aux Canadiens, parce qu'elles élimineront les inefficacités qui existent dans notre système traditionnel de monnaie fiduciaire.

Certains sont enthousiastes à l'idée que ces formes de monnaie numérique et ces innovations remplacent le système fiduciaire. Je ne partage pas ce point de vue, car je les trouve dangereuses.

Avant toute chose, je veux veiller à ce que notre système de réglementation intègre ces innovations très rapidement dans les paramètres réglementaires et qu'il permette à ces innovateurs d'entrer rapidement dans le périmètre réglementaire. Il est malheureusement difficile d'entrer dans le périmètre réglementaire à l'heure actuelle. Nous devons trouver des façons d'élargir ce périmètre et de réduire les obstacles sans nuire à la résilience financière.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci beaucoup pour votre réponse, monsieur Routledge.

[Français]

**La sénatrice Bellemare :** Bienvenue, monsieur Routledge. J'ai une question un peu naïve sur les cryptomonnaies et sur l'Ukraine, plus particulièrement en ce qui concerne la Russie et le système financier SWIFT, qu'on vient d'annuler pour les transactions dans ce pays. Pensez-vous que, en raison de la situation en Russie, il y aura une tentative de pallier le problème avec des bitcoins ou d'autres monnaies pour faire les transactions internationales désirées? Est-ce un danger? Est-ce une possibilité?

**M. Routledge :** Je vous remercie de votre question, qui nécessite beaucoup de langage technique; je répondrai mieux à la question en anglais, si cela vous convient.

**La sénatrice Bellemare :** Oui, absolument.

[Traduction]

**M. Routledge :** En général, les cryptomonnaies ne sont pas aussi réglementées que le système de monnaie fiduciaire; SWIFT en est un exemple. Elles ne sont toutefois pas entièrement non réglementées. Je pense qu'il serait exagéré de dire que les sanctions que le monde occidental et l'OTAN sont en train de mettre en place en réponse à l'invasion de l'Ukraine par la Russie pourraient facilement être contournées par des moyens cryptographiques.

Enough of the system has some form of regulatory oversight. If authorities take prudent and urgent action, I think they'd be able to attenuate a lot of it.

Having said that, if these technologies are set up the wrong way, they can go peer-to-peer and that peer-to-peer exchange of crypto-value or crypto-currency is harder for regulators to track. We'll have to be quite vigilant to ensure the maximum effectiveness of the sanctions.

**The Chair:** We'll just move on. We'll come back if there's an opportunity.

**Senator Ringuette:** I have a quick but important question in regard to our financial institutions.

You seem to be comfortable with regard to the fiat value, but are you as comfortable in regard to the risks that our financial institutions are taking with crypto-currency?

**Mr. Routledge:** Senator Ringuette, to a certain extent, I'm paid to worry all the time and to never be comfortable. That is the fundamental job of a superintendent, to always turn over every possible rock and look for risks that maybe others don't see.

Having said that, the institutions that we supervise here in Canada that fall under the Office of the Superintendent of Financial Institutions' regulatory purview have been quite diligent, prudent and measured in their response to these innovations. Therefore, we don't see any significant risk building within Canada or within our financial institutions.

Later this year, we'll put out draft guidance on how to risk rate crypto-currencies based on what we've seen from the Basel Committee on Banking Supervision. That will be timely. It will not be too late.

The fortunate thing is we do have a well capitalized, profitable system, and the largest players have very valuable franchises to protect. They tend to act first with an eye toward preserving those franchises and take more measured risks. There's always the exception, and we're always on the lookout for it, but that's generally true.

**The Chair:** Can you give us some idea when you might put that advice out? You said later this year.

**Mr. Routledge:** Probably in the fall.

**The Chair:** In the fall. Thank you.

Le système comporte suffisamment de surveillance réglementaire. Si les autorités prennent des mesures prudentes et urgentes, je pense qu'elles seront en mesure d'atténuer une bonne partie des risques.

Cela dit, si ces technologies sont mal conçues, elles peuvent s'échanger entre pairs, alors il est plus difficile pour les organismes de réglementation de faire le suivi de l'échange de cryptomonnaie ou de cryptomonnaie de pair-à-pair. Nous devrons être très vigilants pour assurer l'efficacité maximale des sanctions.

**La présidente :** Passons à autre chose. Nous y reviendrons si l'occasion se présente.

**La sénatrice Ringuette :** J'ai une question rapide, mais importante, au sujet de nos institutions financières.

Vous semblez à l'aise avec la valeur arbitraire, mais êtes-vous aussi à l'aise avec les risques que nos institutions financières courrent en utilisant la cryptomonnaie?

**M. Routledge :** Madame la sénatrice, dans une certaine mesure, je suis payé pour m'inquiéter continuellement et pour ne jamais me sentir à l'aise. C'est le travail fondamental d'un surintendant de fouiller de fond en comble pour détecter les risques que d'autres ne voient souvent pas.

Cela dit, les institutions que nous supervisons ici au Canada et qui relèvent du Bureau du surintendant des institutions financières ont fait preuve de diligence, de prudence et de mesure dans leur réponse à ces innovations. Par conséquent, nous ne voyons pas de risques graves au Canada et dans nos institutions financières.

Plus tard cette année, nous publierons notre ébauche de directives sur la façon d'évaluer les risques que posent les cryptomonnaies en fonction de ce que fait le Comité de Bâle sur la surveillance bancaire. Ces directives sortiront à temps. Il ne sera pas trop tard.

Heureusement, nous avons un système rentable et bien capitalisé, et les plus grands joueurs ont des franchises très précieuses à protéger. Ils ont tendance à agir avant tout le monde pour préserver ces franchises et ils prennent des risques plus mesurés. Il y a toujours l'exception qui confirme la règle, et nous sommes toujours à l'affût, mais en général, c'est la réalité.

**La présidente :** Pouvez-vous nous dire à peu près quand vous publierez ces directives? Vous avez dit plus tard cette année.

**Mr. Routledge :** Probablement cet automne.

**La présidente :** Cet automne. Merci.

**Senator Loffreda:** Thank you, superintendent, for being here. From my years in the banking industry, I do know our banks are very disciplined and they rigorously monitor their loan portfolios, asset portfolios and their diversification.

Given the current housing market, do you see any additional risks? From a regulatory perspective, are you satisfied with the status quo? We talk about the housing market. There's a major supply issue. Interest rates have increased, and that was part of the cause of this affordability crisis or targeted tax policies. How would you rank them? What's most important, and is there any other area you would look into to make the housing market more affordable for most Canadians?

**Mr. Routledge:** I've talked about this a few times in the past. In terms of the overall credit quality of the housing finance market in Canada, so the credit quality of mortgages, it's as strong as it's ever been. There are about 5 million mortgages outstanding with the largest banks, and about 8,400 of them are in delinquency status. That's an extraordinarily low number.

The reason why credit quality is so strong is that — certainly, house prices have been going up for a long time, I don't mean to dismiss that — over the last decade, we've put in place a number of measures designed to improve the quality of mortgages.

The stress test is a notable one that people talk about a lot. In 2012, we also put in place a long set of underwriting guidelines we expect banks to adhere to. This is the blocking and tackling of underwriting between proper property valuations and proper income checks, et cetera. We've generally required higher down payments and shorter amortization periods over the last decade. All of that is producing unusually strong credit quality — at least by historic standards — so I don't worry about credit quality.

I do worry about the structural mismatch between supply and demand in Canadian housing. We have new Canadians arriving and young Canadians leaving home and creating households, with about 250,000 households being formed every year in Canada. However, we're probably completing 200,000 to 210,000 houses every year. That is a structural mismatch that adds to price acceleration, which can produce sudden price changes that can then lead to negative equity, which is a very hard burden for folks to bear.

It also makes it harder for younger Canadians to get in. That's why I've said the biggest prudential risk in the Canadian housing system is this mismatch in supply and demand. It also, by the

**Le sénateur Loffreda :** Merci, monsieur le surintendant, d'être parmi nous. J'ai travaillé pendant des années dans le secteur bancaire, alors je sais que nos banques sont très disciplinées et qu'elles surveillent rigoureusement leurs portefeuilles de prêts et d'actifs ainsi que leur diversification.

Compte tenu de la situation actuelle du marché du logement, percevez-vous d'autres risques? Du point de vue de la réglementation, êtes-vous satisfait du statu quo? Le marché du logement fait face à un grave problème d'approvisionnement. Les taux d'intérêt ont augmenté, ce qui explique en partie la crise de l'abordabilité et les politiques fiscales ciblées. Qu'en pensez-vous? Qu'est-ce qui est le plus important, et vous pencheriez-vous sur un autre domaine pour offrir des logements plus abordables à la plupart des Canadiens?

**M. Routledge :** J'en ai déjà parlé à quelques reprises. Pour ce qui est de la qualité globale du crédit sur le marché du financement du logement au Canada, la qualité du crédit des prêts hypothécaires n'a jamais été aussi bonne. On compte environ 5 millions de prêts hypothécaires en cours auprès des grandes banques, et environ 8 400 d'entre eux sont en souffrance. C'est un chiffre extraordinairement bas.

La raison pour laquelle la qualité du crédit est si bonne — et je ne veux pas minimiser le fait que le prix des maisons augmente depuis longtemps — c'est qu'au cours de ces dix dernières années, nous avons mis en place un certain nombre de mesures pour améliorer la qualité des prêts hypothécaires.

Le test de tension est remarquable. Les gens en parlent beaucoup. En 2012, nous avons également mis en place une longue série de lignes directrices en matière de souscription, et nous nous attendons à ce que les banques les respectent. Il s'agit de bloquer et de prendre des mesures musclées sur la question de la souscription entre les évaluations immobilières et les vérifications du revenu adéquates, et autres. Ces dix dernières années, nous avons généralement exigé des mises de fonds plus élevées et des périodes d'amortissement plus courtes. Tout cela produit une qualité de crédit exceptionnellement élevée, du moins selon les normes historiques. Je ne m'inquiète donc pas de la qualité du crédit.

Je m'inquiète du décalage structurel entre l'offre et la demande de logements au Canada. De nouveaux Canadiens arrivent au pays, et de jeunes Canadiens quittent la maison pour fonder une famille. On compte environ 250 000 nouveaux ménages fondés chaque année au Canada. Cependant, nous construisons probablement entre 200 000 et 210 000 maisons chaque année. Ce décalage structurel contribue à la hausse accélérée des prix, qui peut causer un changement soudain des prix, qui à son tour entraîne des fonds propres négatifs, un fardeau que les gens ont beaucoup de peine à assumer.

Il est également plus difficile pour les jeunes Canadiens d'accéder à ce marché. C'est pourquoi j'ai dit que le plus grand risque prudentiel dans le système de logement canadien est

way, is the kindling for the speculative aggressiveness that we see in the housing market today. Speculators know that there's a shortage of housing. It means they will be more likely to take risks to buy and flip homes. That's the biggest prudential risk I worry about.

I don't worry about that risk metastasizing into a crisis that harms the capitalization or resilience of the financial system. I think what we've done over the last decade will mitigate against that coming to pass.

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

**Senator Marshall:** Thank you, superintendent, for being here. I'm going to carry on with Senator Loffreda's questions regarding housing.

Do you think that the increase in the interest rates announced today is going to cause any vulnerability in the housing market, or do you think that the buffers — I think you used the term buffers in your opening remarks — are rigorous enough to withstand what we see in future rate increases?

**Mr. Routledge:** I'm going to answer yes to that, but let me give you more than just a yes.

I'm quite confident that the system will absorb rising interest rates. The buffer we talk about, in this case, is the minimum qualifying rate for mortgages, so insured mortgages and uninsured mortgages. That is a basic algorithm or formula: It says take your contracted rate and add 200 basis points to it, and then compare it to 5.25%. Then, take the greater of those two. That's the rate the banks will qualify mortgagors on and against their income when they go in to obtain a mortgage from a financial institution.

Canadians who have bought homes in the last four years — and that's the cohort of homeowners and mortgagors that you'd be most worried about, the people who've bought homes most recently with credit — have been qualified at a rate of at least 200, and for many 300, basis points or 3 percentage points above their contracted rate. As rates go up, they should have the income to absorb that. I don't look at the rising interest rate environment as material credit risk. I worry about rising rates in the context of higher-than-normal inflation and how that might impact consumption over the long term. Again, the system has the resilience to absorb those strains.

le décalage entre l'offre et la demande. Soit dit en passant, c'est aussi l'amorce de l'agressivité spéculative que nous voyons aujourd'hui sur le marché du logement. Les spéculateurs savent qu'il y a une pénurie de logements. Ils sont donc plus susceptibles de prendre des risques en achetant des maisons pour les revendre à profit. C'est le risque prudentiel qui m'inquiète le plus.

Je ne pense cependant pas que ce risque se transformera en crise de capitalisation ou qu'il réduira la résilience du système financier. Je pense que les mesures que nous avons prises ces dix dernières années nous permettront d'éviter que cela ne se produise.

**La présidente :** Merci beaucoup.

**La sénatrice Marshall :** Merci, monsieur le surintendant, d'être venu aujourd'hui. Je vais poursuivre dans la veine des questions du sénateur Loffreda sur le logement.

Pensez-vous que la hausse des taux d'intérêt annoncée aujourd'hui va rendre le marché du logement vulnérable, ou pensez-vous que les tampons — je crois que vous avez utilisé ce terme dans votre déclaration préliminaire — sont suffisamment rigoureux pour résister à ce que l'augmentation des taux laisse à prévoir?

**M. Routledge :** Je vais répondre oui à cette question, mais permettez-moi de vous donner plus qu'un simple oui.

Je suis convaincu que le système absorbera la hausse des taux d'intérêt. La marge de manœuvre dont nous parlons, dans ce cas-ci, est le taux minimal admissible aux prêts hypothécaires assurés et non assurés. L'algorithme, la formule de base, suggère d'ajouter 200 points au taux contractuel, puis de le comparer au 5,25 %. On choisit ensuite le résultat le plus élevé des deux sommes. C'est le taux auquel les banques qualifient les emprunteurs hypothécaires en fonction de leur revenu.

Les Canadiens qui ont acheté une maison au cours de ces quatre dernières années — c'est la cohorte de propriétaires de maison et de débiteurs hypothécaires qui vous inquiéterait le plus, les gens qui ont récemment acheté une maison à crédit — ont été admissibles à un taux d'au moins 200 points de base. Plusieurs d'entre eux ont été admis à un taux de 300 points de base, ou 3 points de pourcentage au-dessus de leur taux contractuel. À mesure que les taux augmentent, ils devraient avoir le revenu nécessaire pour les absorber. Je ne considère pas la hausse des taux d'intérêt comme un risque de crédit important. Je m'inquiète de la hausse des taux dans le contexte d'une inflation plus élevée que la normale et des répercussions que cela pourrait avoir sur la consommation à long terme. Je le répète, le système a la résilience nécessaire pour absorber ces tensions.

**Senator Marshall:** Where does your area of responsibility end? Is it with the financial institutions? I'm looking at government as a whole — CMHC plus the Department of Finance — and I know that the federal government is in for billions of dollars in the housing market, with mortgage insurance and other things.

Are you just concerned with the banks? They will be looking to the federal government to pick up the pieces if anything happens. What's your area of responsibility?

**Mr. Routledge:** Senator, by that do you mean you're concerned about mortgage insurance backed by the government ultimately?

**Senator Marshall:** Yes. You say the housing sector is strong. What if there is a crisis, something happens? It's like dominoes, and at the bottom of the heap is the federal government. They're the ones that are going to have to pick up the pieces, CMHC and the federal government. That's where my concern lies.

Is that within your area of responsibility or are you saying the banks will be strong and never mind what happens with the federal government?

**Mr. Routledge:** In part because of the federal government's risk exposure, which is what you're talking about, in 2012, as part of a broader decade-long trend to improve underwriting in Canadian residential mortgages, we introduced something called B-20 or guideline for residential mortgage underwriting. Our responsibility directly is, at the institution level, to apply that guideline and the expectations therein to every institution in the federal sector that lends money to Canadians to buy homes.

That guideline will set expectations around how to do income checks, how to do property valuations. Those are the blocking and tackling, the operational things that, for example, in the United States in 2005, 2006 and 2007, banks missed. Our responsibility is to make sure they don't miss it. We do annual reviews, and they have to prove themselves before these expectations.

The CMHC and private mortgage insurers do provide mortgage insurance to the banks to absorb losses on defaults of homes with down payments less than 20%.

Most of the capital and funds to absorb defaulted mortgages will come from the premiums that the mortgagors pay into those institutions. It won't come from the federal government. CMHC and its two private sector peers have strong capital right now. That capital will be there to absorb losses, not necessarily the taxpayer.

**La sénatrice Marshall :** Où s'arrête votre secteur de responsabilité? Aux institutions financières? Je regarde l'ensemble du gouvernement — la SCHL et le ministère des Finances — et je sais que le gouvernement fédéral investit des milliards de dollars dans le marché du logement pour l'assurance hypothécaire et autres.

Vous préoccupez-vous seulement des banques? Elles se tourneront vers le gouvernement fédéral pour réparer les pots cassés, le cas échéant. Quel est votre secteur de responsabilité?

**M. Routledge :** Madame la sénatrice, voulez-vous dire par là que vous vous inquiétez de l'assurance hypothécaire que le gouvernement pourrait éventuellement garantir?

**La sénatrice Marshall :** Oui. Vous dites que le secteur de l'habitation est fort. Qu'arriverait-il en cas de crise? C'est un jeu de dominos, et au bas de l'échelle se trouve le gouvernement fédéral. La SCHL et le gouvernement fédéral devront réparer les pots cassés. Voilà ce qui me préoccupe.

Cette question relève-t-elle de votre responsabilité ou nous dites-vous que les banques seront fortes et que cela ne causera pas de problèmes au gouvernement fédéral?

**M. Routledge :** En 2012, justement à cause des risques que court le gouvernement fédéral — les risques dont vous parlez —, dans le cadre de l'amélioration de la souscription des prêts hypothécaires résidentiels qui durait au Canada depuis plus de 10 ans, nous avons adopté la ligne directrice B-20 sur la souscription de prêts hypothécaires résidentiels. Notre responsabilité directe consiste, au niveau des institutions, à appliquer cette ligne directrice et les attentes qui y sont énoncées à toutes les institutions du secteur fédéral qui prêtent de l'argent aux Canadiens pour acheter une maison.

Cette ligne directrice établira les attentes liées à la vérification du revenu et à l'évaluation immobilière. Ce sont des mesures musclées, des mesures opérationnelles que, par exemple, les institutions américaines n'avaient pas prises en 2005, 2006 et 2007. Notre responsabilité est de nous assurer que nos institutions prennent ces mesures. Nous menons des examens annuels, et ces institutions doivent démontrer qu'elles respectent nos attentes.

La SCHL et les assureurs hypothécaires privés fournissent une assurance hypothécaire aux banques pour absorber les pertes sur les défauts de paiement de maisons dont la mise de fonds est inférieure à 20 %.

La majeure partie du capital et des fonds nécessaires pour absorber les prêts hypothécaires en défaut proviendront des primes que les prêteurs hypothécaires versent à ces institutions. Ils ne viendront pas du gouvernement fédéral. La SCHL et ses deux homologues du secteur privé disposent actuellement de capitaux solides. Ces organismes absorberont ces pertes, et les contribuables ne les assumeront pas nécessairement.

However, the exposure for the federal government is not small. I'd have to get you the number — I'm drawing a blank on it — but it has been declining for about the last decade.

After the government put in the million-dollar cap for insured mortgages and house prices in Toronto and Vancouver in particular rose above that, the share of mortgage insurance has fallen quite significantly over the last decade.

**The Chair:** It would be great if you could get us that number on exposure.

[*Translation*]

**Senator Gignac:** Given that this is my first chance to see the superintendent since his appointment, I want to congratulate him. Canadians are fortunate to have someone with his skill level and experience in the Department of Finance and the private sector. He knows a great deal about the situation in the financial market. I'll ask my question in French.

[*English*]

Feel free to answer in English if you want.

[*Translation*]

This occurs when lenders combine mortgages with lines of credit. Yes, you have macro-prudential measures when it's time to lend. However, across Canada, especially in the larger cities where the market is hotter, I'm seeing housing prices rise significantly. Homeowners are using this opportunity to have their homes reassessed in order to obtain a higher line of credit.

[*English*]

This is the issue of the HELOC with the mortgage.

[*Translation*]

Do you plan to look at this issue more closely? It seems that 80% is good protection. However, when we see real estate bubbles in certain cities, we can conclude that the protection may not be as strong as we think.

[*English*]

**Mr. Routledge:** Thank you, Senator Gignac. We are looking at this very closely. The mortgage product that enables that kind of investment behaviour is something called a combined mortgage and HELOC product. That's a product where you buy a home, and you begin to pay down your mortgage through a normal 25-year or 30-year amortization. As you pay down

Cependant, le gouvernement fédéral court un risque qui n'est pas négligeable. Il faudrait que je vous donne le chiffre — je n'arrive pas à m'en souvenir —, mais ce chiffre est en baisse depuis une dizaine d'années.

Quand le gouvernement a imposé un plafond de 1 million de dollars pour les hypothèques assurées, le prix des maisons à Toronto, et à Vancouver en particulier, a grimpé, et la part de l'assurance hypothécaire a considérablement diminué au cours de ces 10 dernières années.

**La présidente :** Il serait formidable que vous puissiez nous fournir ce chiffre sur le risque que court le gouvernement.

[*Français*]

**Le sénateur Gignac :** Étant donné que c'est la première occasion que j'ai de voir le surintendant depuis sa nomination, je tiens à le féliciter. Les Canadiens sont chanceux d'avoir quelqu'un d'aussi qualifié que lui, qui a accumulé beaucoup d'expérience au ministère des Finances et au sein du secteur privé. Il a des connaissances très pointues sur ce qui se passe sur le marché financier. Je vais poser ma question en français.

[*Traduction*]

N'hésitez pas à répondre en anglais si vous le souhaitez.

[*Français*]

Cela se produit avec des prêteurs qui combinent les hypothèques avec les marges de crédit. Oui, vous avez des mesures macroprudentielles lorsqu'il est temps d'octroyer un prêt, mais je vois, partout au Canada, surtout dans les grandes villes où le marché est plus chaud, que les prix des maisons augmentent énormément. Les propriétaires en profitent pour faire réévaluer leur maison, afin d'obtenir une marge de crédit plus élevée.

[*Traduction*]

C'est le problème de la marge de crédit hypothécaire.

[*Français*]

Est-ce que vous avez l'intention d'examiner cela de plus près? Il me semble que 80 %, c'est une bonne protection, mais lorsqu'on voit des bulles immobilières dans certaines villes, on peut conclure que la protection n'est peut-être pas aussi grande qu'on le pense.

[*Traduction*]

**M. Routledge :** Merci, sénateur Gignac. Nous examinons cette question de très près. Le produit hypothécaire qui permet ce genre de placement est ce qu'on appelle un produit combiné de prêt hypothécaire et de marge de crédit hypothécaire. C'est un produit qui permet d'acheter une maison et de commencer à rembourser le prêt hypothécaire au moyen d'une période

principal through a HELOC product that's part of that combined mortgage-HELOC instrument, you can take back the principal paid down and therefore keep your loan to value ratios closer to 80 than a normal amortization would allow.

That's a fragility in the system that we worry about, and we've made some public comments on it. We're working with the financial institutions to understand that product and attenuate that behaviour. You'll hear more about that from us throughout the course of the year. There's a consultation going on right now.

It's important and interesting to note that although the credit availability for HELOCs is generally rising, Canadians aren't using it. One of the interesting outcomes from the stimulus and the sudden return to growth of the economy post-pandemic or immediately after the arrival of the pandemic is this wave of savings.

I'm not saying an individual Canadian isn't capitalizing on the leverage in that product. I'm saying if you look at it in aggregate, Canadians are actually saving more and they're not capitalizing on their rising HELOC balances. That can change in a minute. We're doing what we're doing because of that, but it is not a flashing-red risk at the moment.

*[Translation]*

**Senator Gignac:** In the United States, the home equity lines of credit were a big issue.

*[English]*

People use that as an ATM. I'm surprised by the pattern that we see in Canada contrary to the U.S. 10 years ago.

**The Chair:** That is a good point.

**Senator Massicotte:** Thank you for being with us this evening.

I want to go back to the crypto-currency and this whole risk aspect. We all agree there's a lot we don't know, so we're assuming there's a higher level of risk. That concerns us.

Give me the big picture. We can always eliminate that risk by saying we don't permit it. Give me the big picture view. What is it that we gain if we assume this risk? Do we have any sense of our numbers relative to the risk and the potential cost of allowing this form of currency? Could you help me out there? Everybody says there is a big benefit. Obviously, it would increase competitiveness of our financial system, but is that what we're talking about or is there something else of significance that we must compete and gain right away?

d'amortissement normale de 25 ou 30 ans. En remboursant du capital au moyen d'une marge de crédit hypothécaire combinée au prêt hypothécaire, on peut reprendre le capital remboursé et, par conséquent, maintenir les ratios prêt-valeur plus près de 80 que la période d'amortissement normale ne le permettrait.

C'est une fragilité du système qui nous préoccupe, et nous l'avons soulignée en public. Nous collaborons avec les institutions financières pour comprendre ce produit et pour réduire ce comportement. Nous vous en dirons davantage tout au long de l'année. Des consultations sont en cours.

Il est important et intéressant de noter que, bien que la disponibilité du crédit pour obtenir une marge de crédit hypothécaire soit généralement à la hausse, les Canadiens ne l'utilisent pas. Cette vague d'épargne est un résultat intéressant des mesures de relance et du retour soudain à la croissance de l'économie après la pandémie et immédiatement après l'éclosion de la pandémie.

Je ne dis pas que personne au Canada ne tire parti de l'effet de levier de ce produit. Je dis que dans l'ensemble, les Canadiens épargnent davantage et ne tirent pas parti de la hausse de leur solde de marge de crédit hypothécaire. Cela peut changer d'un moment à l'autre. Nous prenons des mesures pour parer à ce risque, mais il ne cause pas d'alerte pour le moment.

*[Français]*

**Le sénateur Gignac :** Aux États-Unis, c'était un gros problème, les marges de crédit hypothécaires.

*[Traduction]*

Les gens s'en servent comme d'un guichet automatique. Je suis surpris de la tendance que nous avons observée au Canada par rapport à celle qui régnait il y a 10 ans aux États-Unis.

**La présidente :** Vous avez raison.

**Le sénateur Massicotte :** Je vous remercie d'être parmi nous ce soir.

J'aimerais revenir à la cryptomonnaie et aux risques qu'elle suscite. Nous convenons tous que le fait d'ignorer tant de choses à son sujet nous porte à penser qu'elle pose des risques très élevés. Elle nous préoccupe.

Donnez-moi une vue d'ensemble. Nous pouvons toujours éliminer ces risques en l'interdisant. Donnez-moi une vue d'ensemble. Qu'avons-nous à gagner en assumant les risques qu'elle pose? Avons-nous une idée des chiffres par rapport aux risques et au coût potentiel de cette forme de monnaie? Aidez-moi donc! Tout le monde dit qu'elle est très avantageuse. De toute évidence, elle augmenterait la compétitivité de notre système financier, mais devrions-nous poursuivre la concurrence et gagner dans un autre domaine?

**Mr. Routledge:** That is a great question. Bear in mind that crypto or digital money means different things to different people.

The cool innovation in crypto is — there are many cool innovations in crypto that could add value — it offers a means of transacting that is also less onerous. Through distributed ledger technology and crypto-algorithms, you can transact value more easily than through a standard financial system.

As well, crypto creates an asset that people value that has scarcity value. It adds to a portfolio of assets that investors could hold. You or I might not understand why someone would pay \$38,000 for a bitcoin token, but the point is someone will. They do put genuine value associated with that. It has an accepted value.

That adds another asset class for store value. If well regulated, both in terms of financial systems and consumer protection, it can add value to the system in that way, by adding diversification benefits.

Stablecoins, again brought into the regulatory perimeter, could be an avenue for innovators to come in and challenge our established financial institution.

Former Governor Poloz mentioned that banking wasn't very competitive. Stablecoins would offer a way for innovators that may not have the geographic branch network of a large Canadian bank to innovate through online strategies and take on the Canadian banks and compete and draw down prices with different banking products. That's why it's worth embracing the innovation as an opportunity to bring value into the Canadian financial system.

The key thing is to bring it within the Canadian financial system; don't let it build up outside. That, to me, is the risk. If it continues to operate as an alternative, then the probability that risk that is difficult or painful to unwind rises.

**Senator Woo:** Superintendent, I hope we take the last two sentences of yours and underline them and make them one of the highlights of our session tonight. It's a really important point.

I want to ask you about the debt crisis that is already taking place now in emerging markets. There is principally a sovereign debt crisis in a number of developing countries, in Africa, Latin America and parts of Asia as well. You know the story. COVID borrowing, coupled with the unwinding of quantitative easing and now a spike in oil prices, another oil shock. I'm sure

**M. Routledge :** C'est une excellente question. N'oubliez pas que chaque personne voit la cryptomonnaie, ou l'argent numérique, sous un angle différent.

L'innovation géniale de la cryptomonnaie — il y a de nombreuses innovations géniales dans le domaine de la cryptomonnaie qui ajouteraient de la valeur — permet d'effectuer des transactions qui ne sont pas trop onéreuses. La technologie du grand livre distribué et les algorithmes cryptographiques permettent d'échanger des valeurs plus facilement que par le système financier traditionnel.

De plus, la cryptomonnaie crée un actif que les gens apprécient et qui a une valeur de rareté. Il s'ajoute à un portefeuille d'actifs que les investisseurs pourraient détenir. Vous et moi ne comprendrons peut-être pas pourquoi quelqu'un paierait 38 000 \$ pour un bitcoin, mais le fait est que quelqu'un le fera. Les gens lui associent une valeur réelle. Il a une valeur acceptée.

Elle ajoute une catégorie d'actifs pour la valeur en magasin. Si elle est bien réglementée, tant sur le plan des systèmes financiers que de la protection des consommateurs, elle peut ajouter de la valeur au système en diversifiant les profits.

La cryptomonnaie stable incluse dans le périmètre réglementaire pourrait inciter les innovateurs à contester notre institution financière établie.

L'ancien gouverneur Poloz a mentionné que les banques n'étaient pas très concurrentielles. La cryptomonnaie stable offrirait aux innovateurs, qui n'ont peut-être pas le réseau géographique d'une grande banque canadienne, un moyen d'innover en appliquant des stratégies en ligne de s'attaquer aux banques canadiennes en leur faisant concurrence et en réduisant les prix de différents produits bancaires. C'est pourquoi il vaut la peine d'adopter cette innovation pour ajouter de la valeur au système financier canadien.

L'important, c'est de l'intégrer au système financier canadien; ne la laissez pas s'étendre à l'extérieur du système. À mon avis, c'est là le risque. Plus on l'accepte comme une solution de rechange, plus les risques qu'elle pose augmenteront et plus il sera difficile et douloureux de les atténuer.

**Le sénateur Woo :** Monsieur le surintendant, j'espère que nous prendrons vos deux dernières phrases et que nous les soulignerons pour en faire les points saillants de notre séance de ce soir. Ce que vous nous dites est très important.

J'aimerais vous poser une question au sujet de la crise de la dette qui sévit déjà dans les marchés émergents. Il y a principalement une crise de la dette souveraine dans plusieurs pays en développement, en Afrique, en Amérique latine et dans certaines parties de l'Asie. Vous savez déjà tout cela. Les emprunts liés à la COVID-19, avec l'assouplissement quantitatif

you thought about this. But is there any worry about spillover effects into Canada narrowly and North America more broadly? What are your thoughts?

**Mr. Routledge:** I have a number of thoughts. One, you should always be worried about spillover effects of debt crises anywhere in the world, significant debt crisis anywhere in the world, particularly now because capital markets are so integrated. Our pension funds, our mutual funds, our exchange-rated funds — some of them, not all of them — do have positions in emerging markets, significant ones, and those funds could suffer losses which would then flow through to Canadians.

Second, there is the confidence channel. If something is going wrong in one country and it goes to another, it could hit Canada. That particular risk is lower today than it was 15 years ago because of all the capital buffers we have built up in Canada in our financial institutions. I would say we have added about 2.5 to 3 times the capital we had in 2007 to our system. It's important to note globally that the financial institutions and banks have added the same degree — in fact, more — because they weren't as well capitalized as Canadian banks in 2007.

So why is that important? Let's say Canada doesn't have a very high exposure to a particular emerging market that is having trouble, but one of the banks that Canada trades with does have pretty sizable exposure. Two degrees of separation and all of a sudden the Canadian bank could have a problem. The key thing to remember is that there are buffers in the system globally that weren't there before. That's why the international forums we participate in are so important because they have been a mechanism for sound Canadian banking principles to become contagious and spread to other countries.

That's my answer.

**Senator Woo:** That is a good contagion as opposed to a bad contagion.

**Mr. Routledge:** Exactly.

**The Chair:** Can I follow up on that briefly? The finance minister said today that we should be prepared for a blowback from the imposition of sanctions, and that is coming with some of the other things you have mentioned — inflation, interest rates, sticker shock and debt and all of these things. The Organisation for Economic Co-operation and Development is saying that economic growth in Canada is expected to be dead last among developed nations.

Do you see that we're headed into a greater period of risk — that stuff that you're paid to worry about?

et maintenant avec la flambée des prix du pétrole, un autre choc pétrolier, je suis sûr que vous y avez réfléchi. Devrions-nous nous inquiéter des répercussions qu'en subiront le Canada et l'Amérique du Nord en général? Qu'en pensez-vous?

**M. Routledge :** J'ai plusieurs idées à ce sujet. Premièrement, il faut toujours s'inquiéter des répercussions qu'ont les crises de la dette qui éclatent ailleurs dans le monde, les graves crises de la dette qui secouent n'importe quel pays, d'autant plus qu'à l'heure actuelle, les marchés financiers sont vraiment intégrés. Nos fonds de pension, nos fonds mutuels, nos fonds cotés en bourse — certains d'entre eux, pas tous — ont des positions importantes sur les marchés émergents, et ces fonds pourraient subir des pertes qui se répercuteraient ensuite sur les Canadiens.

Deuxièmement, il y a la chaîne de confiance. Si une chose qui va mal dans un pays se répercute dans un autre pays, le Canada risque d'en souffrir. Ce risque est moins élevé aujourd'hui qu'il ne l'était il y a 15 ans grâce à toutes les réserves de capitaux que les institutions financières canadiennes ont accumulées. Je dirais que nous avons ajouté à notre système environ 2,5 à 3 fois le capital que nous avions en 2007. Soulignons qu'à l'échelle mondiale, les institutions financières et les banques en ont ajouté autant — en fait, plus — parce qu'elles n'étaient pas aussi bien capitalisées que les banques canadiennes en 2007.

Pourquoi est-ce important? Disons que le Canada n'est pas très vulnérable sur un marché émergent particulier qui éprouve des difficultés, mais qu'une des banques avec lesquelles le Canada effectue des transactions court de grands risques. Deux degrés de séparation et, tout à coup, la banque canadienne pourrait avoir un problème. N'oublions surtout pas que le système à l'échelle mondiale comporte des zones tampons qui n'existaient pas auparavant. Voilà pourquoi les forums internationaux auxquels nous participons sont si importants. Ils ont permis à de solides principes bancaires canadiens de se propager et d'être adoptés dans d'autres pays.

Voilà donc ma réponse.

**Le sénateur Woo :** Cette contagion-ci est bonne.

**M. Routledge :** Exactement.

**La présidente :** Puis-je revenir brièvement sur cette question? Le ministre des Finances a dit aujourd'hui que nous devrions être prêts à réagir aux répercussions des sanctions, et à cela s'ajoutent certains des autres problèmes que vous avez mentionnés, comme l'inflation, les taux d'intérêt, le choc à la pompe, la dette. L'Organisation de coopération et de développement économiques, l'OCDE, affirme que la croissance économique du Canada se retrouvera au bas de la liste des pays industrialisés.

Croyez-vous que nous nous dirigeons vers une période de risques plus graves — ces choses dont vous êtes payé pour vous inquiéter?

**Mr. Routledge:** I want to give you two answers. One, I have operated on the principle that to the prior guest's great book, uncertainty is the new normal. We'll have recurring and more frequent bouts of volatility and Canada will be resilient to that volatility. However, what has happened in Europe is the first time since 1939 that one sovereign European state has invaded another. So to say that the risk environment is the same, it would be folly. It has gotten more intense in the last week. We have to be more on guard for it.

The risks that we have been focused on over the last week or so, I would put them in three immediate categories. There will be others to come. But the three are: market risk, so prices fall and our banks get hurt by that or our insurance companies get hurt by that; liquidity risk, markets seize up and transactions don't flow; and then cyber risk. The good news is the market and liquidity risk has largely been more muted than we thought. Now we have to be careful, and we have to be mindful of that. That can change, but so far we have been pleasantly surprised that market and liquidity risk impacts have been more muted.

Cyber risk. There are reports of more cyber activity, more cyber attacks that institutions across the world, including Canadian institutions, are halting or stopping. But if you ask me what is the risk that keeps me up at night associated with what is going on in Europe, it is cyber risk. The good news is just about every board and CEO in our system would certainly tell you the exact same thing. Our cyber defences are better than they were a year ago and so far so good.

**Senator Yussuff:** Thank you for being here. At the beginning of the pandemic, there was a huge worry that pension fund solvency was going to be exaggerated in terms of where we might end up with the pandemic. I haven't checked most recently to see what the solvency ratio is. Maybe you could tell me where it's at because it's such an important part of the transaction on a day-to-day basis. So I'm hoping it's healthy, but I haven't checked myself.

**Mr. Routledge:** Just to be clear, we regulate private pension plans.

**Senator Yussuff:** Yes.

**Mr. Routledge:** I'll get you the quantitative numbers because I don't have them at my fingertips.

What happened during the pandemic is a sudden shock in asset prices that would cause you to worry about pension funds from a solvency perspective but then a sudden bounce back. In fact,

**M. Routledge :** Je veux vous donner deux réponses. Premièrement, je me suis fondé sur le principe selon lequel, dans le registre du témoin précédent, l'incertitude est la nouvelle norme. Nous aurons des épisodes de volatilité récurrents et plus fréquents, et le Canada résistera à cette volatilité. Cependant, l'Europe assiste pour la première fois, depuis 1939, à l'invasion d'un État souverain par un autre État souverain européen. Il serait donc insensé d'affirmer que les risques sont les mêmes. La situation s'est intensifiée au cours de la semaine dernière, et elle doit nous rendre plus vigilants.

Je classerais les risques immédiats sur lesquels nous nous sommes concentrés la semaine dernière en trois catégories. Il y en aura d'autres, mais ces trois-là sont liés aux marchés — les prix baissent, et nos banques et nos compagnies d'assurance en souffrent —, à la liquidité — les marchés sont paralysés, et les transactions n'aboutissent pas —, et à la cybersécurité. Heureusement, les risques liés aux marchés et à la liquidité se sont avérés plus faibles que nous l'avions prévu. Nous devons maintenant être prudents et surveiller la situation. Les choses peuvent changer, mais jusqu'à présent, nous avons été agréablement surpris de constater que les répercussions des risques liés au marché et à la liquidité soient plus faibles que prévu.

Les cyberrisques. Selon les rapports, les institutions de partout au monde, notamment les institutions canadiennes, ont interrompu et éliminé plus d'activités cybersécurisées, plus de cyberattaques. Toutefois, vu ce qui se passe en Europe, le cyberrisque m'empêche de dormir. En fait, tous les conseils d'administration et les PDG de notre système vous diront la même chose. Nos cyberdéfenses sont meilleures qu'elles ne l'étaient il y a un an, et jusqu'à maintenant, elles tiennent bon.

**Le sénateur Yussuff :** Merci d'être venu. Au début de la pandémie, on craignait terriblement que la solvabilité des fonds de pension ne survive pas à la pandémie. Je n'ai pas vérifié récemment le ratio de solvabilité. Vous pourriez peut-être me dire où vous en êtes, car il s'agit d'une partie cruciale des transactions quotidiennes. J'espère donc qu'elle est saine, mais je n'ai pas vérifié moi-même.

**M. Routledge :** Je tiens à préciser que nous réglementons les régimes de retraite privés.

**Le sénateur Yussuff :** Oui.

**M. Routledge :** Je vais vous fournir les chiffres quantitatifs plus tard, parce que je ne les ai pas sous la main.

Pendant la pandémie, nous avons fait face à un choc soudain des prix des actifs qui nous a fait craindre pour la solvabilité des fonds de pension, puis un rebond soudain. En fait, les prix

asset prices are well above where we were pre-pandemic. Interest rates are rising, and that's also good for pension funds. So solvency is stronger than it has been for quite some time.

There are the occasional private pension plans we worry about, but that number is at cyclical lows. Again, when asset prices rise like they have over the last few years, the pension plans that hold those assets tend to see their solvency conditions improve. Senator, I can get you the numbers. I just don't have them at my fingertips.

**The Chair:** You can send those along later. That would be fine.

I'm changing topics, but not really because it's about risk.

I want to ask about the sanctions that we saw imposed — it's not quite the right word — during the Emergencies Act where financial institutions were required to monitor, perhaps even freeze, assets. It seemed to come with such speed and a lot of the institutions weren't sure what they were supposed to do.

First, is there a system in place? Second, does that system work when unrolling it so quickly? The other side of that is the sanctions against Russia and perhaps freezing assets of Russian oligarchs or businesses that operate in Canada. We have lots of big operations. How do you associate risk with that? Do we have a proper system in place to follow those instructions that come from governments and emergency acts?

**Mr. Routledge:** Senator, you're correct that the restrictions put in place during the period of time the Emergencies Act was in force was very short. The actual number of accounts affected was very low — in the dozens. I would preface this answer by saying I encourage you to talk to the head of the Financial Transactions and Reports Analysis Centre of Canada, or FINTRAC, Sarah Paquet, who was directly involved in this. However, my understanding, from the institutions we talked to, it was a relatively short and manageable process to work through with the government.

Most importantly for us, it didn't really result in any material impact on banks' liquidity or funding. It was, to be quite plain-spoken, a non-event from an OSFI perspective where we worry about liquidity of the financial institutions.

**The Chair:** I didn't really think about the amounts. It was more the system. Is there a system in place to do that?

des actifs sont bien supérieurs à ce qu'ils étaient avant la pandémie. Les taux d'intérêt augmentent, ce qui est également bon pour les fonds de pension. La solvabilité est donc plus solide qu'elle ne l'a été depuis longtemps.

Certains régimes de retraite privés nous préoccupent à l'occasion, mais leur nombre est actuellement dans un creux cyclique. Je le répète, lorsque les prix des actifs augmentent comme ils l'ont fait ces dernières années, la solvabilité des régimes de retraite qui détiennent ces actifs a tendance à s'améliorer. Monsieur le sénateur, je pourrai vous remettre ces chiffres. Je ne les ai tout simplement pas sous la main.

**La présidente :** Vous pourrez nous les envoyer plus tard. Ce sera parfait.

Je vais changer un peu de sujet, mais pas tellement, parce que ma question porte aussi sur un risque.

Je voudrais que vous nous parliez des sanctions qui ont été imposées — ce n'est pas tout à fait le bon terme — dans le cadre de la Loi sur les mesures d'urgence. Les institutions financières étaient tenues de surveiller des actifs et même de geler certains d'entre eux. Ces sanctions ont été imposées si rapidement qu'un grand nombre d'institutions ne savaient pas vraiment comment s'y prendre.

D'abord, existe-t-il un système pour faire cela? Ensuite, ce système peut-il vraiment fonctionner si rapidement? Il y a aussi les sanctions contre la Russie et peut-être le gel des actifs des oligarques russes ou d'entreprises qui exercent leurs activités au Canada. Nous avons beaucoup de grandes sociétés. Quels risques cela pose-t-il? Avons-nous un système capable de suivre les instructions des gouvernements et des lois prévoyant des mesures d'urgence?

**M. Routledge :** Madame la sénatrice, vous avez raison de dire que les restrictions de la Loi sur les mesures d'urgence n'ont été en vigueur que très peu de temps. Le nombre réel de comptes touchés était faible — il n'y en avait que quelques dizaines. Je vous conseillerais d'abord de parler à la cheffe du Centre d'analyse des opérations et déclarations financières du Canada, le CANAFE, Mme Sarah Paquet, qui a participé directement à cela. Cependant, d'après ce que nous ont dit les institutions, le processus était relativement court et facile à appliquer avec le gouvernement.

Nous avons été heureux de constater que cela n'a pas vraiment eu d'incidence sur la liquidité et sur le financement des banques. Autrement dit, cela n'a pas du tout inquiété le BSIF, qui est chargé de surveiller la liquidité des institutions financières.

**La présidente :** Ma question ne portait pas vraiment sur les montants, mais sur le système. Existe-t-il un système pour accomplir cela?

**Mr. Routledge:** My understanding is that the banks had to innovate on the fly, but it wasn't an enormous operational challenge; it was a manageable operational challenge. Again, I think Ms. Paquet or some of the bank executives could probably go further.

**The Chair:** And on the other side, when it comes to external activities like freezing the accounts of businesses functioning in Canada?

**Mr. Routledge:** Canadian financial institutions don't have very significant or even more than *de minimis* Russian counterparts. They simply don't do business with businesses and individuals from Russia in great numbers, even those institutions with European or American platforms.

They do business with banks which do business with banks who do business with Russians, but that's not generally something you have to worry about. There are some minor things that the institutions will work through — minor in the sense of not very sizable exposures or relationships — over the next days and weeks. Like with the Emergencies Act, the problem is so small that, operationally, I don't anticipate it being a challenge.

**The Chair:** Great. Thank you for that.

**Senator C. Deacon:** Thank you again, superintendent. It's so nice to have you worrying on behalf of 38 million Canadians, and you do it so well.

I just want to go back to the decentralized finance and crypto world as such and ask you about the process of bringing entities in that sphere under the umbrella or into the tent of regulation. The propensity of Canadian regulators, in the past — the OECD ranks us as best in the OECD in putting in place command-and-control regulations. Those are the sorts of regulations that eliminate opportunities for innovation because they say how you must do something versus what you must accomplish.

How do you see yourself managing that? Because it is a problem in Canada. We sort of tend to define out innovation by how we regulate in too many sectors. How do you see managing this process? It's a delicate one because we don't want to get rid of innovation. We want to benefit from innovation and have Canadians benefit from innovation, but we do want to make sure that we continue to protect our system from risks that might keep you up at night on behalf of Canadians.

**Mr. Routledge:** With respect to the financial system, if you look at the last 25 years of our history in the Canadian financial system, you'll see a revealed risk preference. The revealed risk

**M. Routledge :** Je crois comprendre que les banques ont dû innover à la volée, mais ce n'était pas un énorme défi opérationnel, car elles l'ont géré facilement. Je le répète, je pense que Mme Paquet ou les dirigeants de certaines banques pourront vous donner plus de détails.

**La présidente :** D'un autre côté, qu'en est-il des activités extérieures, comme le gel des comptes d'entreprises étrangères exploitées au Canada?

**M. Routledge :** Les institutions financières canadiennes n'ont pas d'homologues russes très importants ou même plus que *de minimis*. Elles ne font tout simplement pas affaire avec beaucoup d'entreprises et de particuliers en Russie, même pas avec celles qui ont des plateformes européennes ou américaines.

Elles font affaire avec des banques qui, elles, font affaire avec des banques qui servent des Russes, mais nous n'avons pas vraiment à nous en inquiéter. Ces prochains jours ou ces prochaines semaines, nos institutions se pencheront sur des risques mineurs, comme leur exposition à des relations peu importantes. Comme dans le cas de la Loi sur les mesures d'urgence, ce problème est si peu grave que je ne m'attends pas à ce qu'il pose un défi opérationnel.

**La présidente :** Excellent. Merci.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci encore, surintendant. Vous êtes si gentil de vous faire du souci au nom des 38 millions de Canadiens, et vous le faites si bien.

J'aimerais revenir au monde de la finance décentralisée et de la cryptomonnaie et vous poser des questions sur le processus qui consiste à réunir des entités de ce domaine sous le parapluie ou sous le couvert de la réglementation. Les organismes canadiens de réglementation ont toujours eu un penchant pour la réglementation directe. En fait, l'OCDE nous classe parmi ses meilleurs pays membres pour ce qui est d'appliquer ces types de règlements. Ils éliminent toutes possibilités d'innovation, parce qu'ils imposent la manière de faire les choses au lieu de viser ce qu'il faut accomplir.

Comment pensez-vous gérer cela? Cela cause un problème au Canada. Nous avons tendance à éliminer l'innovation en réglementant un trop grand nombre de secteurs. Comment pensez-vous aborder ce problème? C'est très délicat, parce que nous ne voulons pas étouffer l'innovation. Nous voulons que les Canadiens en profitent, mais nous tenons aussi à protéger notre système contre les risques qui vous empêchent de dormir au nom des Canadiens.

**M. Routledge :** Si vous considérez le système financier canadien de ces 25 dernières années, vous constaterez une préférence pour le risque révélé. Autrement dit, nous préférons

preference is we prefer innovation to flow through incumbents who are well capitalized and profitable, as opposed to new entrants, because new entrants introduce the risk of failure into the system.

To give you an example, since the financial crisis of 2008-09, there were 489 U.S. banks that failed, according to the Federal Deposit Insurance Corporation, or FDIC. In the same time period for Canada — zero. That's a revealed risk preference.

Up to this point, that was the right decision, demonstrably. Canada does have the world's soundest financial system in part because of that risk preference.

The intensity of innovation has risen to a level where we would do well to consider that risk preference and consider whether a bit more innovation from non-traditional players might add more value to the system than it would remove if ten showed up and five succeeded and five failed. That's the risk preference we have to talk through.

I'm not here to make that decision. That's a decision made by the government, principally through the Department of Finance, but I think that's the question we begin to ask. Where are we in our system? Do we have the resilience now built into the system that gives us the opportunity to bring more innovation from non-traditional players? That's a good question to start talking about.

**Senator C. Deacon:** Thank you very much, superintendent. Great insights.

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

**Senator Gignac:** Superintendent, let's talk more about pension funds. Pension funds, private and public, represent more than 150% of GDP in Canada. It's more than the U.S., more than Europe, more than Japan. Canada is number one in the G7. In fact, we are ranked number three by OECD on importance of GDP pension funds. Very important.

OSFI has some oversight on the private pension plans, but they have a limited role, I think, on oversight on the public and private pension assets or management.

Here is my question: Using March and April 2020 as an experience, when we had a problem of liquidity, it was the same as the financial crisis in 2009-10. Pension funds suddenly have liquid assets. They worked a little bit behind the scenes, as you know, with the Bank of Canada because they have a problem of liquidity but were not really regulated.

que l'innovation passe par des entreprises bien capitalisées et rentables plutôt que par des nouveaux venus, parce que les nouveaux venus introduisent un risque d'échec dans le système.

Par exemple, depuis la crise financière de 2008-2009, 489 banques américaines ont fait faillite, selon les chiffres de la Federal Deposit Insurance Corporation, la FDIC. Pendant cette même période, aucune banque canadienne n'a fait faillite, grâce à notre préférence pour le risque révélé.

Jusqu'à maintenant, cette décision s'appliquait bien à notre situation. Le Canada a le système financier le plus solide au monde en partie à cause de cette préférence pour le risque révélé.

L'intensité de l'innovation a atteint un niveau tel qu'il serait bon de réexaminer cette préférence et de nous demander si un peu plus d'innovation de la part d'acteurs non traditionnels pourrait ajouter plus de valeur au système qu'elle ne lui nuirait si cinq innovations réussissaient et cinq échouaient. Il faut que nous discutions du type de risques à privilégier.

Cette décision ne relève pas de moi, mais du gouvernement, principalement par l'entremise du ministère des Finances. Cependant, je crois que nous commençons à nous poser cette question. Où en est notre système? A-t-il un degré de résilience qui nous permette d'attirer plus d'innovation venant d'acteurs non traditionnels? C'est une bonne question dont il faut commencer à discuter.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci beaucoup, monsieur Routledge. C'est très intéressant.

**M. Routledge :** Merci, monsieur le sénateur.

**Le sénateur Gignac :** Monsieur le surintendant, parlons un peu plus des fonds de pension. Les fonds de pension privés et publics constituent plus de 150 % du PIB du Canada. C'est plus qu'aux États-Unis, plus qu'en Europe, plus qu'au Japon. Dans ce domaine, le Canada se classe au premier rang des pays du G7. En fait, l'OCDE nous place au troisième rang pour ce qui est de l'importance des fonds de pension dans le PIB. Ils sont donc très importants.

Le BSIF exerce une certaine surveillance sur les régimes de retraite privés, mais je crois que sa surveillance des actifs et de la gestion des régimes de retraite publics et privés est limitée.

Ma question est la suivante : en mars et en avril 2020, nous avons fait face à un problème de liquidité, tout comme lors de la crise financière de 2009-2010. Les fonds de pension avaient soudainement des actifs liquides. Les responsables ont travaillé un peu en coulisses avec la Banque du Canada, comme vous le savez, parce qu'ils avaient un problème de liquidité et qu'ils n'étaient pas vraiment réglementés.

Since we have already had two experiences in the last 15 years, is it time to have, let's say, a minimum of oversight on the public and private pension funds? Because when things turn wrong, it seems that the Bank of Canada and Canadians are backstopped to these pension funds.

**Mr. Routledge:** Just to clarify, we look at principally the solvency state of private pension plans. We won't look at, for example, the public pension plan, the CPP. I should mention that our chief actuary does do actuarial analysis every year and does a triennial review every three years on the solvency of the CPP. Generally, we don't regulate it.

**Senator Gignac:** Let me interrupt you. Solvency is one issue, but stress testing is another issue. Banks have stress tests; insurance companies have stress tests; but there are no stress tests for what happens to the management or the portfolios if suddenly the stock market declines by 30% in 10 days, for example. Correct me if I'm wrong; I think we have no stress tests regarding pension funds.

**Mr. Routledge:** As part of our supervisory process, we will ask the private pension plans that we regulate to conduct those types of tests, but it's not as invasive, honestly, as what we do with the banks and insurance companies. Certainly, that is something we could look at, and it might be wise to look at it.

The other risk I'm hearing in what you said is the systemic risk that comes from a market shock and how that might impact pension funds and how their liquidity issues, in those scenarios, might lead to asset-value destruction. That's a systemic issue, and that is not in OSFI's purview. I do know that the Bank of Canada, through its market support activities, is thinking about that issue. I encourage you to bring some folks in from the Bank of Canada to talk that through. It's an important issue, though.

**Senator Gignac:** Thank you.

**Senator Yussuff:** Briefly, to pick up on Senator Gignac's point, just from knowledge of the last financial crisis, the Canada Pension Plan was one of four major pension plans around the world that fared extremely well when we look at the shocks that our pension plans were struggling with. The data was quite amazing on how diversified the fund was and, more importantly, how it was able to perform and withstand huge shocks from which many pension plans took a long time to recover. I am stating that for my own edification, but it was something that I was deeply involved with at the time.

Puisque nous avons déjà fait face à deux situations semblables au cours de ces 15 dernières années, serait-il temps de surveiller un tout petit peu, disons, les fonds de pension publics et privés? Parce que quand les choses tournent mal, il semble que la Banque du Canada et les Canadiens s'appuient sur ces fonds de pension.

**M. Routledge :** Je tiens à préciser que nous examinons principalement l'état de la solvabilité des régimes de retraite privés. Nous n'examinons pas, par exemple, le régime de retraite général. Je dois mentionner que notre actuaire en chef effectue une analyse actuarielle chaque année et un examen triennal de la solvabilité du régime de retraite général tous les trois ans. Autrement, nous ne réglementons pas cela.

**Le sénateur Gignac :** Permettez-moi de vous interrompre. La solvabilité est un problème, mais les simulations de crise en constituent un autre. Les banques effectuent des tests de résistance, les compagnies d'assurances en effectuent aussi, mais il n'y a pas de tests de résistance pour déterminer ce qui arrive à la direction ou aux portefeuilles si soudainement le marché boursier baisse de 30 % en 10 jours, par exemple. Corrigez-moi si je me trompe; je pense que nous n'avons pas de test de résistance pour les fonds de pension.

**M. Routledge :** Dans le cadre de notre processus de surveillance, nous demandons aux régimes de retraite privés que nous réglementons d'effectuer ce genre de test, mais je vous dirai honnêtement qu'il n'est pas aussi envahissant que ceux que nous imposons aux banques et aux compagnies d'assurances. Nous pourrions certainement examiner cela; il serait peut-être sage de le faire.

L'autre risque que je perçois dans votre question est le risque systémique qui découle d'un choc du marché. Vous vous demandez quelle incidence il pourrait avoir sur les fonds de pension et dans quelle mesure leurs problèmes de liquidité, dans de telles situations, pourraient mener à la destruction de la valeur de l'actif. C'est un problème systémique qui ne relève pas du BSIF. Je sais que la Banque du Canada, par ses activités de soutien des marchés, réfléchit à cette question. Je vous encourage à inviter des représentants de la Banque du Canada pour en parler. C'est vraiment une question importante.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

**Le sénateur Yussuff :** Brièvement, pour revenir à ce que disait le sénateur Gignac, au cours de la dernière crise financière, le Régime de pensions du Canada était l'un des quatre grands régimes de retraite au monde qui s'en sont très bien tirés, compte tenu des chocs auxquels les régimes de retraite faisaient face. Les données montrent de façon assez étonnante la diversification du fonds et, surtout, de la façon qu'il s'est comporté pour résister aux énormes chocs, dont de nombreux régimes de retraite ont mis beaucoup de temps à se remettre. Je le dis pour ma propre édification, mais c'est une chose dont je me suis beaucoup occupé à cette époque.

**Mr. Routledge:** Thank you. Empirically, I would agree with that characterization. They did very well on a relative basis certainly.

**The Chair:** As we wrap up here, Mr. Routledge, I want to ask this general question. The banks are often criticized for not taking enough risk when it comes to supporting Canadian business, particularly small and fledgling and young businesses and all of that. Do you see that? Is there something about the oversight process with which you're involved that you think makes them play too safe?

**Mr. Routledge:** Empirically on the numbers, the loss ratios on commercial loans, particularly smaller commercial loans, tend to be higher than other parts of their loan portfolio, so it tells me the banks are taking some risk. Not directly. Indirectly, our job is to make sure institutions are well capitalized so they survive the ups and downs. That means we ask banks to judge the risk characteristics of prospective loans, set aside capital for them.

New start-up businesses, there is a track record you can look at. Banks will all have their historic track records and they risk rate on the basis of those track records, in part because we have expectations about how they do that. When they do that, that means when loans attract higher capital allocations, banks charge for that. The interest rates go up and that, de facto, makes it harder for smaller businesses to get capital.

From our perspective — we see this with housing, we see this with all asset categories — our job is to make sure that banks operate through good and bad times and they are always there to serve Canadians. We ask for conservatism in the way banks underwrite lending, and sometimes that conservatism means it's harder to get credit for businesses and for other Canadians. For example, they want to buy a home, are young and their incomes aren't quite at the right level or savings aren't at the right level relative to the price of a home. Our job is to be a bit of a resistor to excessive credit growth. It would be dishonest for me to answer it any differently.

**The Chair:** I really appreciate your frankness on that. It's very true.

Senator Deacon, did you have a comment?

**Senator C. Deacon:** Superintendent, one last question in terms of bank share buybacks as an approach. Looking at the business investment climate of Canada and the opportunity for banks to be investing in Canada versus investing in themselves, what are your thoughts looking forward on that issue? I'll leave on that note. Thank you, sir.

**M. Routledge :** Merci. De façon empirique, je suis d'accord avec ce que vous dites. Il est certain que ces fonds se sont relativement bien tirés d'affaire.

**La présidente :** Pour conclure, monsieur Routledge, j'aimerais vous poser une question d'ordre général. On reproche souvent aux banques de ne pas assumer suffisamment de risques pour soutenir les entreprises canadiennes, notamment les petites et les jeunes entreprises et autres. Êtes-vous d'accord avec cela? Pensez-vous qu'un aspect de votre processus de surveillance les rend trop prudentes?

**M. Routledge :** D'un point de vue empirique, comme les ratios de pertes sur les prêts commerciaux, en particulier les petits prêts commerciaux, ont tendance à être plus élevés que ceux des autres parties de leurs portefeuilles de prêts, je pense que les banques assument certains risques, mais pas directement. Indirectement, notre travail consiste à veiller à ce que les institutions soient bien capitalisées pour traverser les hauts et les bas. Nous demandons aux banques de juger des risques que posent les prêts éventuels et de mettre des capitaux de côté pour y parer.

Les nouvelles entreprises en démarrage ont des antécédents que l'on peut examiner. Les banques ont toutes leurs antécédents, et leurs niveaux de risque se fondent sur ces antécédents, en partie parce que nous avons des attentes sur la façon dont elles s'y prennent. Lorsqu'elles le font, lorsqu'elles affectent plus de capitaux, elles facturent des frais. Les taux d'intérêt augmentent et, de facto, les petites entreprises ont plus de peine à obtenir des capitaux.

De notre point de vue — nous le voyons dans le domaine de l'habitation et dans toutes les catégories d'actifs —, notre travail consiste à nous assurer que les banques fonctionnent, autant en périodes de vaches grasses que de vaches maigres, et qu'elles ne cessent pas de servir les Canadiens. Nous leur demandons de souscrire les prêts avec prudence, alors les entreprises et les particuliers canadiens ont parfois plus de peine à obtenir du crédit. Prenons l'exemple de jeunes qui veulent acheter une maison, mais dont les revenus et les économies ne sont pas tout à fait au bon niveau par rapport au prix de la maison. Notre travail consiste à résister un peu à un accroissement excessif de leur crédit. Il serait malhonnête de ma part de vous répondre autre chose.

**La présidente :** J'apprécie vraiment votre franchise à ce sujet. Vous avez tout à fait raison.

Sénateur Deacon, avez-vous un commentaire?

**Le sénateur C. Deacon :** Monsieur le surintendant, une dernière question sur le rachat d'actions par les banques. En observant le climat d'investissement des entreprises au Canada et la possibilité qu'ont les banques d'investir pour le Canada au lieu d'investir en elles-mêmes, que pensez-vous de ce problème? Je vais m'arrêter ici. Je vous remercie, monsieur.

**Mr. Routledge:** The risk or issue you're talking about is banks will buyback their own shares instead of using the capital to make more loans. The market convention that we're quite happy with is the convention whereby banks won't buy any more than 2% of their shares outstanding back in a particular year, and that will not retard credit growth at financial institutions. If they are buying back 10 or 15% regularly, quite honestly, it might. Because they have restrained themselves to that 2% figure, and we tend to favour that, we don't see share buybacks really constraining credit.

**Senator C. Deacon:** Thank you very much.

**The Chair:** Mr. Routledge, thank you for your appearance here tonight and you sitting through the governor and listening to all that. We really appreciate your time and your thoughts on this because you have covered a lot of turf. Peter Routledge, Superintendent, Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada. As Senator Gignac said, a very well-qualified person in that office and we're all appreciative.

Senators, that is our session for this evening, but I am going to ask you to stand by and we're going to go into a very brief off-the-record session here. I'll pause as we suspend for a moment.

(The committee continued in camera.)

**M. Routledge :** Le risque ou le problème dont vous parlez, c'est que les banques rachètent leurs propres actions au lieu d'en utiliser le capital pour consentir plus de prêts. Nous serons très satisfaits si les banques ne rachètent pas plus de 2 % de leurs actions en circulation au cours d'une année, car cela ne retardera pas la croissance du crédit dans les institutions financières. Si elles rachetaient régulièrement 10 ou 15 % de leurs actions, je vous dirai bien honnêtement que cela pourrait arriver. Mais comme elles se limitent à ce 2 %, que nous privilégiions, nous ne pensons pas que ces rachats d'actions restreindront vraiment le crédit.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci beaucoup.

**La présidente :** Monsieur Routledge, je vous remercie d'être venu ici ce soir et d'avoir écouté tout ce que le gouverneur nous a présenté. Nous vous sommes très reconnaissants de nous avoir consacré de votre temps et présenté vos réflexions, car vous avez couvert beaucoup de terrain. Peter Routledge, surintendant, Bureau du surintendant des institutions financières Canada, comme le sénateur Gignac l'a dit, vous êtes une personne extrêmement qualifiée, et nous vous en sommes tous reconnaissants.

Honorables sénateurs, c'est notre séance de ce soir, mais je vais vous demander d'attendre, car nous allons passer à une très brève séance officieuse. Nous allons suspendre pendant quelques instants.

(La séance se poursuit à huis clos.)