

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, December 12, 2024

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 11:30 a.m. [ET] to examine and report on Canada's monetary policy framework.

Senator Pamela Wallin (Chair) in the chair.

[*English*]

The Chair: This is the final meeting of 2024, so welcome and thank you for being here. Hello to everyone in the room and those joining us online. My name is Pamela Wallin, and I serve as the chair of this committee.

I'd like to introduce the members with us today: Senator Loffreda, who is the deputy chair; Senator Fridhandler; Senator Gignac; Senator Ringuette; Senator Varone; and Senator White. Thank you, all.

Before we begin, I'll just take a moment to recognize and welcome Senator Fridhandler. He has joined the committee, but for everybody's information, he is also the newest member of our steering committee. Welcome.

I also want to thank all senators for their contributions and cooperation on our interim report. It got some decent coverage, and I think it was important that we were out there, as we have seen what's happened, even in the last 24 hours.

Today, we have the pleasure of welcoming, by video conference, Jeremy Kronick, Vice-President, Economic Analysis and Strategy, C.D. Howe Institute. Mr. Kronick, I'm sure you have some opening remarks, so we will turn the floor over to you right now. Go ahead.

Jeremy Kronick, Vice-President, Economic Analysis and Strategy, C.D. Howe Institute: Thank you to the members of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy for having me here today. It is always an honour to appear before you.

The Bank of Canada is a critical institution in this country. Its mandate, as set out in the Bank of Canada Act, provides important principles on stabilization policy, but it also clearly lays out the fact that the bank has to confront its own limits. Monetary policy can't do everything, and that is vital to remember as we start to consider adding more goals for the bank to achieve.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 12 décembre 2024

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 11 h 30 (HE), avec vidéoconférence, afin d'examiner pour en faire rapport le cadre de la politique monétaire du Canada.

La sénatrice Pamela Wallin (présidente) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

La présidente : Nous sommes ici aujourd'hui pour notre dernière réunion de 2024. Je vous souhaite donc la bienvenue et vous remercie d'être ici. Bonjour à toutes les personnes présentes dans la salle et à celles qui se joignent à nous à distance. Je m'appelle Pamela Wallin et je suis présidente de ce comité.

J'aimerais vous présenter les membres qui sont avec nous aujourd'hui : le sénateur Loffreda, vice-président; le sénateur Fridhandler; le sénateur Gignac; la sénatrice Ringuette; le sénateur Varone; et la sénatrice White. Merci à tous.

Avant de commencer, je vais prendre un instant pour saluer le sénateur Fridhandler et lui souhaiter la bienvenue. Il s'est joint au Comité, mais à titre d'information pour tout le monde, il est également le plus récent membre de notre comité directeur. Soyez le bienvenu.

Je tiens également à remercier tous les sénateurs et sénatrices de leur contribution et de leur collaboration à notre rapport provisoire. Il a fait l'objet d'une bonne couverture médiatique, et je pense qu'il était important qu'il le soit, comme nous avons pu le constater, même au cours de la dernière journée.

Aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir par vidéoconférence Jeremy Kronick, vice-président, Analyse économique et stratégie, de l'Institut C.D. Howe. Monsieur Kronick, je suis sûre que vous avez une déclaration préliminaire à faire. Nous allons donc vous céder la parole tout de suite. C'est à vous.

Jeremy Kronick, vice-président, Analyse économique et stratégie, Institut C.D. Howe : Je remercie les membres du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie de m'accueillir ici aujourd'hui. C'est toujours un honneur de comparaître devant vous.

La Banque du Canada est une institution essentielle au pays. Son mandat, tel qu'énoncé dans la Loi sur la Banque du Canada, énonce des principes importants pour la politique de stabilisation, mais il précise aussi clairement que la banque doit tenir compte de ses propres limites. La politique monétaire ne peut pas tout régler, et il est essentiel de ne pas l'oublier au moment où nous commençons à envisager d'ajouter des objectifs que la banque doit atteindre.

While I appreciate the concern that this committee has about the increased complexity of the world we live in today and the need for more transparency in our institutions, I do worry that people are misinterpreting the events of the last few years and using those as an opportunity to make significant changes to the bank's goals when it's unclear that they are needed.

Despite this recent inflation episode, since January 1996, once the 2% inflation target was firmly in place, inflation has averaged 2.1%. That is a remarkable success. This stability in prices allows consumers and businesses to make decisions with greater certainty than in the environment that existed before. We saw the importance of those anchored expectations in getting inflation back to target during this recent surge.

The interest in the dual mandate is completely understandable, as it would entail an economy operating at its maximum employment. However, if one believes in the importance of central bank credibility and accountability, as I do, then one must acknowledge that adding another goal where the target is an unobservable variable poses risks and challenges. This is even more worrying when we look at the last renewal agreement from 2021 between the bank and the federal government, which was significantly longer than past agreements and included goals that were unambiguously worthy, like climate change and inequality. It's difficult to make specific goals of a central bank.

A central bank needs goals that are easily understood by the public, easy for the public to determine whether the monetary authority has been successful and feasible for that authority to achieve. Many of these goals — and, I would submit, including the dual mandate — do not fit the bill, whereas inflation targeting does.

On transparency and accountability, there absolutely might be scope to have the governor do more and testify more often, for example. However, before we suggest that there are bigger issues at play on this front, we should note that the bank now has an external deputy governor — soon to be two — publishes a summary of its deliberations, has a quarterly *Monetary Policy Report* explaining its thinking and has a press conference after each fixed announcement date. Its communications with the public have increased tremendously in the last 30 years. At some point, more risks politicizing the bank. We have seen signs of that happening already here in Canada, and we have certainly seen it happen to the Fed in the U.S. There is a critical threshold to meet on transparency and accountability, but it's not clear to me that we currently do not meet it.

Je sais que le Comité se préoccupe de la complexité croissante du monde dans lequel nous vivons aujourd'hui et de la nécessité d'accroître la transparence de nos institutions. Je crains que des gens interprètent mal ce qui s'est passé dans les dernières années et qu'ils en profitent pour apporter des changements importants aux objectifs de la banque même s'il n'est pas clair qu'ils soient nécessaires.

Malgré ce récent épisode d'inflation, depuis janvier 1996, lorsque la fourchette cible d'inflation de 2 % a été fermement mise en place, l'inflation s'est établie en moyenne à 2,1 %. C'est une réussite remarquable. Cette stabilité des prix permet aux consommateurs et aux entreprises de prendre des décisions avec une plus grande certitude qu'auparavant. Nous avons pu voir toute l'importance de ces ancrages attendus pour ramener l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible au cours de cette récente hausse.

L'intérêt pour le double mandat est tout à fait compréhensible, puisqu'il s'appuierait sur une économie assortie d'un niveau d'emploi maximal. Cependant, si l'on accorde comme moi une grande importance à la crédibilité et à la responsabilité d'une banque centrale, il faut reconnaître que l'ajout d'un autre objectif dont la cible est une variable non observable comporte des risques et des défis. C'est d'autant plus inquiétant lorsqu'on regarde la plus récente entente de renouvellement conclue en 2021 entre la banque et le gouvernement fédéral, qui était beaucoup plus longue que les ententes précédentes et qui prévoyait des objectifs dont la valeur ne faisait aucun doute, comme le fait de s'attaquer aux changements climatiques et aux inégalités. Il est difficile d'établir des objectifs précis pour une banque centrale.

Une banque centrale a besoin d'objectifs facilement compréhensibles par le public, qui font qu'il est facile pour ce dernier de déterminer si l'autorité monétaire a réussi à les atteindre, et s'il est possible pour elle de le faire. Bon nombre de ces objectifs — en incluant, selon moi, le double mandat — ne correspondent pas à cette définition, contrairement au ciblage de l'inflation.

Pour ce qui est de la transparence et de la reddition de comptes, il serait tout à fait possible que le gouverneur en fasse davantage et témoigne plus souvent devant les parlementaires, par exemple. Toutefois, avant de laisser entendre qu'il y a des questions plus importantes en jeu à cet égard, il convient de signaler que la banque a maintenant un sous-gouverneur externe — bientôt deux —, qu'elle publie un résumé de ses délibérations, qu'elle fait paraître chaque trimestre son *Rapport sur la politique monétaire* qui explique le raisonnement derrière ses mesures et qu'elle tient une conférence de presse après chaque annonce à date fixe. Ses communications avec le public ont sensiblement augmenté au cours des 30 dernières années. À un moment donné, la banque courra un plus grand risque d'être instrumentalisée à des fins politiques. On peut voir que cela se

Quickly, on the core inflation measures, I agree with past witnesses that there is scope to think about the consumer price index, or CPI, measures that exclude what we would consider endogenous components, like mortgage interest costs. How much that will actually matter relative to existing core measures depends upon how often those mortgage interest costs actually end up in the tails of distribution. However, that is worth considering.

I'll stop there. Thank you again for the opportunity to discuss this vital institution. I'm very much looking forward to your questions.

The Chair: That's wonderful. Thank you very much. You've raised some interesting questions there; it's different from other testimony that we've heard. I think we'll just dive back in. I've got a couple of questions for you, but I'll wait until we hear from others. The deputy chair will go first.

Senator Loffreda: Interesting points have been raised already. Thank you for being here this morning.

You mentioned that monetary policy can't do everything, but my concern is this: 60% of Canada's GDP is the consumer. When you look at household debt to disposable income, it's extremely high. Even compared to Germany and the U.S., which are 100%, Canada's rate is over 175%.

Given the rising household and public debt levels — and they are growing concerns — how should the Bank of Canada balance the monetary policy to address these risks while maintaining economic growth?

Mr. Kronick: That's a great question.

The problem with debt-to-GDP as a measure that we tend to focus on is the fact that it conflates stock and flow variables. Debt is a stock variable, and GDP is a flow variable. The missing component there is the interest rates. If you look at household debt-servicing ratios, which is how much you have to pay out of your income every month to service your debt, over the last 35 years, it has actually fluctuated between a range of 12.5 to 15 — not a huge range of fluctuation. That's because for the last 25 or 30 years, for the most part, interest rates have fallen, so the interest component of your mortgage, for example, has gone down while the value of the asset has gone up. So the servicing

produit déjà ici au Canada, et la même chose peut assurément être observée aux États-Unis. Il y a un seuil critique à respecter en matière de transparence et de reddition de comptes, mais je ne suis pas certain qu'il ne le soit pas actuellement.

Rapidement, en ce qui concerne les mesures de l'inflation fondamentale, je suis d'accord avec les témoins précédents pour dire qu'il est possible de réfléchir à l'indice des prix à la consommation, ou IPC, à des mesures qui excluent ce que nous considérons comme des composantes endogènes, comme le coût de l'intérêt hypothécaire. L'importance de ce facteur par rapport aux mesures existantes de l'inflation fondamentale dépendra de la fréquence à laquelle le coût de l'intérêt hypothécaire finira dans les queues de la distribution des variations de prix. Ce facteur mérite toutefois d'être pris en considération.

Je vais m'arrêter ici. Je vous remercie encore une fois de m'avoir donné l'occasion de discuter de cette institution essentielle qu'est la banque. J'ai très hâte de répondre à vos questions.

La présidente : Fantastique. Merci beaucoup. Vous avez soulevé des points intéressants et différents d'autres témoignages que nous avons entendus. Je pense que nous allons simplement plonger dans le vif du sujet. J'ai deux ou trois questions à vous poser, mais je vais d'abord laisser les autres poser les leurs. Le vice-président va commencer.

Le sénateur Loffreda : Des points intéressants ont déjà été soulevés. Je vous remercie d'être ici ce matin.

Vous avez dit que la politique monétaire ne peut pas tout régler, mais ce qui me préoccupe, c'est que 60 % du PIB du Canada provient des consommateurs. La dette des ménages par rapport au revenu disponible est extrêmement élevée. Même par rapport à l'Allemagne et aux États-Unis, qui sont à 100 %, le taux d'endettement des ménages au Canada dépasse 175 %.

Compte tenu de l'augmentation de ces niveaux d'endettement et de la dette publique — qui sont de plus en plus préoccupants —, comment la Banque du Canada devrait-elle équilibrer sa politique monétaire pour faire face à ces risques tout en maintenant la croissance économique?

M. Kronick : C'est une excellente question.

Le problème, quand nous insistons pour utiliser le ratio de la dette au PIB comme mesure, c'est qu'il amalgame des variables des stocks et des flux. La dette est une variable des stocks, et le PIB est une variable des flux. L'élément manquant, ce sont les taux d'intérêt. Si vous regardez l'évolution du ratio du service de la dette des ménages, c'est-à-dire le montant que vous devez retrancher chaque mois de votre revenu pour rembourser votre dette, dans les 35 dernières années, il a en fait fluctué entre 12,5 et 15, ce qui n'est pas une énorme fourchette. C'est parce que, pendant la majeure partie des 25 ou 30 dernières années, les taux d'intérêt ont baissé, si bien que le volet intérêts de votre emprunt

costs are not that much different, even though we've had this debt-to-GDP increase this whole time.

My preference is actually to look at the debt-servicing ratio when we think about how much risk exists in the economy. The reason that Canada has continued to see its debt-to-GDP ratio increase is because we didn't get that crash in 2008 that the U.S. had, for example. They had a period of time where that debt-to-GDP ratio came down before it started to go back up.

That doesn't necessarily answer your question, but I wanted to point that out because it's important when we think about the variables we're looking at.

In terms of the bank's role in asset prices, this is certainly something that they consider. They consider the effects that, for example, their interest rate changes are going to have on the housing market, which is really the biggest asset we're talking about here. They want to understand if they lower rates or increase rates, how will that affect the consumer, both from the perspective of the mortgage that they have to pay off and also what that then means for consumption spending and the rest of the economy?

Just because it's not an explicit component of the bank's target or goals that we set out, it doesn't mean it doesn't factor into their considerations when they are implementing monetary policy.

Senator Loffreda: Thank you.

Senator Gignac: Thank you to our witness. I share your view regarding the transparency and communication. They have improved a lot in the last few years, at least.

My question is regarding the mandate. You have a strong view — I appreciate that — but why would having a dual mandate like the Fed undermine credibility? We have some other witnesses who do not share your view. Could you elaborate on that? The Fed is credible, so if the Bank of Canada has a copy-and-paste of the mandate of the Fed, why would it undermine their credibility?

Mr. Kronick: I think you're right: The Fed is obviously a credible institution. However, the Fed has acknowledged the thorny issues that sometimes come with a dual mandate. A big part of my concern is that maximum employment, which is what you need for the dual mandate, is an unobservable target. What is maximum employment? Is it 3%, 4% or 5%? Does it change this year versus next year based on economic conditions or

hypothécaire a diminué pendant que la valeur de l'actif augmentait. Les coûts du service de la dette ne sont donc pas tellement différents, même si le ratio de la dette au PIB a augmenté pendant tout ce temps.

En fait, je préfère examiner le ratio du service de la dette pour évaluer le niveau de risque qui existe dans l'économie. Si le ratio de la dette au PIB du Canada a continué d'augmenter, c'est parce que nous n'avons pas connu l'effondrement qu'ont connu les États-Unis, par exemple, en 2008. Pendant un certain temps, leur ratio de la dette au PIB a diminué, avant qu'il ne recommence à augmenter.

Je n'ai pas nécessairement répondu à votre question, mais ce sont des points que je tenais à souligner parce qu'ils sont importants lorsque nous réfléchissons aux variables sur lesquelles nous nous penchons.

Pour ce qui est du rôle de la Banque dans le prix des actifs, c'est assurément un facteur dont l'on tient compte. On tient compte des effets qu'auront, par exemple, les fluctuations des taux d'intérêt sur le marché du logement, qui est en fait l'actif le plus important dont nous parlons ici. On veut comprendre, si les taux baissent ou augmentent, quelle incidence cela aura-t-il sur le consommateur, tant du point de vue de l'emprunt hypothécaire qu'il doit rembourser que de celui des dépenses de consommation et du reste de l'économie?

Ce n'est pas parce que ce n'est pas une composante explicite de la cible ou des objectifs de la banque que cela ne fait pas partie des considérations de la banque lorsqu'elle met en œuvre la politique monétaire.

Le sénateur Loffreda : Merci.

Le sénateur Gignac : Merci à notre témoin. Je partage votre point de vue sur la transparence et la communication. Elles se sont beaucoup améliorées, du moins au cours des dernières années.

Ma question porte sur le mandat. Vous avez une opinion bien arrêtée — je vous en sais gré —, mais pourquoi un double mandat comme celui de la Fed minerait-il la crédibilité de la banque? Nous avons entendu d'autres témoins qui ne partagent pas votre point de vue. Pourriez-vous nous en dire plus à ce sujet? Puisque la Fed est crédible, si la Banque du Canada reproduisait son mandat, pourquoi cela minerait-il sa crédibilité?

M. Kronick : Je pense que vous avez raison : la Fed est de toute évidence une institution crédible. Cependant, elle a reconnu les questions épineuses qui découlent parfois d'un double mandat. Ma préoccupation vient en grande partie du fait que le niveau d'emploi maximal qu'exige le double mandat est un objectif non observable. Où se situe le niveau d'emploi maximal? Est-il de 3 %, 4 % ou 5 %? Est-ce qu'il varie cette

demographics? A whole number of things change the value of maximum employment.

It's actually the same thing with the so-called neutral rate. The neutral rate changes; it's not a stagnant rate. It's difficult to determine what that is. I do think that when you explain to the public — if you take this recent inflation surge — it's easy for the public to see that we missed the 2% target, and we are going to do everything we can to bring our monetary policy back in line with that 2% target.

How do you approach that with maximum employment?

If you look at the Fed's statements, yes, they put in comments about maximum employment, but most of the focus is on the inflation target. I don't see what value you're really adding. The way the Bank of Canada approaches this, as most central banks do, is they use a form of what's called the Taylor rule, which has the output gap in there. The bank is taking into consideration the output gap as it adjusts its monetary policy in order to hit the inflation target.

I take the point that the Fed is credible — it absolutely is — but I don't see what value-add we have here. In fact, the flexible inflation-targeting regime that we have is the right balance between not being too obsessive about the 2% target — there is a bit of flexibility allowed in it — in order to take into consideration what's happening on the employment side.

Senator Gignac: My second question shifts topics. It's about the lack of diversification or the perception of the lack of diversification around the table at the Bank of Canada.

Contrary to other countries — the U.S. is a different system, as you know, as is the U.K. — in Canada, it is the Governor of the Bank of Canada who chooses their colleagues. Basically, would you be comfortable if we import the best practices we see on the outside, like maybe from the U.K., where it's more of a board of directors? Maybe even parliamentarians are involved in the process of the hearings for the nomination of a deputy governor.

Mr. Kronick: That's a good question. I'll admit I don't have a terribly strong view on that. In Canada, the governor is appointed by the government, as is the senior deputy governor. There are two members on the council — and it's not a big council — who are appointed by the government.

année par rapport à l'an prochain en fonction de la conjoncture économique ou de l'évolution démographique? Un grand nombre de facteurs modifient la valeur du niveau d'emploi maximal.

C'est en fait la même chose pour ce qu'on appelle le taux neutre. Le taux neutre fluctue; ce n'est pas un taux stagnant. Il est difficile de déterminer comment il évoluera. Je pense que quand on l'explique au public — si on prend par exemple la récente flambée de l'inflation —, il est facile pour les gens de voir que nous avons raté la cible de 2 % et que nous allons faire tout ce qui est en notre pouvoir pour ramener notre politique monétaire au niveau de cette cible de 2 %.

Comment peut-on faire la même chose par rapport au niveau d'emploi maximal?

Si vous regardez les déclarations de la Fed, oui, elle a fait des commentaires au sujet du niveau d'emploi maximal, mais l'accent est surtout mis sur la cible d'inflation. Je ne vois pas quelle valeur la composante de l'emploi ajoute vraiment. L'approche de la Banque du Canada, comme celle de la plupart des banques centrales, consiste à utiliser une forme de ce qu'on appelle la règle de Taylor, qui tient compte de l'écart de production. La banque tient compte de l'écart de production lorsqu'elle ajuste sa politique monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation.

Je comprends que la Fed est crédible — elle l'est hors de tout doute —, mais je ne vois pas quelle valeur nous ajouteraient ici. En fait, le régime souple de ciblage de l'inflation que nous appliquons permet de ne pas être trop obsédé par la cible de 2 % — elle comporte une certaine marge de manœuvre — afin de tenir compte de ce qui se passe du côté de l'emploi.

Le sénateur Gignac : Ma deuxième question porte sur des sujets différents. Il s'agit du manque de diversification ou de la perception d'un manque de diversification à la Banque du Canada.

Contrairement à d'autres pays — les États-Unis ont un système différent, comme vous le savez, tout comme le Royaume-Uni —, au Canada, c'est le gouverneur de la Banque du Canada qui choisit ses collègues. Essentiellement, seriez-vous à l'aise si nous importions les pratiques exemplaires d'autres pays, peut-être comme celles du Royaume-Uni, où ce régime prend davantage la forme d'un conseil d'administration? Peut-être même que les parlementaires pourraient participer aux audiences pour la nomination d'un sous-gouverneur.

M. Kronick : C'est une bonne question. J'avoue que je n'ai pas d'opinions très tranchées à ce sujet. Au Canada, le gouverneur est nommé par le gouvernement, tout comme la première sous-gouverneure. Il y a deux membres du conseil de direction — et ce n'est pas un gros conseil — qui sont nommés par le gouvernement.

Again, it's unclear to me that it has become a major issue here. What I did think was an issue, which I was glad to see done — and this was coming from the U.K. — was an external member on the council. I do think there's a lot of value in that, and I was glad to see that. Nicolas Vincent was the first one, and they're now adding a second one. I think there's a lot of value in getting views outside of the folks who work for the Bank of Canada.

I thought that was a best practice that we imported. Like I said, I think having two members who are appointed by the government is a good approach.

I don't know that I have strong views against it, but I don't believe I have overly strong views for it.

The Chair: I just want to clarify a couple of things you said to Senator Gignac, referring to monitoring employment as an unobservable mandate and that they would be required to seek maximum employment. It's the same issue we have with interest rates. There's a range: 1% to 3%. They aim for 2%, but there's room to manœuvre there.

For the unobservable mandate, it means they just might not be able to accomplish that or they shouldn't be attempting to accomplish it?

Mr. Kronick: It's unobservable in terms of defining what "maximum employment" is. Maximum employment is not zero. They would be striving for a natural rate of employment that allows for enough people to match up with their right jobs and a whole bunch of structural employment that we consider.

The challenge is what maximum employment is. Is it 3%, 4% or 5% — it's not whether you hit it. If they define it as 3%, then, sure, you can judge the bank against the 3% maximum employment. The question is this: Is that the right one? That's really hard to do. It's really hard to define whether maximum employment is right. I think there's an issue there that's setting up the bank for quite the challenge.

The Chair: And you're not comfortable with the range, which we see on the other issue, which is 1% to 3%? It's 6% to 8%, or 5% to 7% — whatever it is they might want to look at.

Mr. Kronick: Right. You could do it that way, but to be clear on the inflation mandate, yes, there is a range, but the target is 2%, and it's very clear that the target is 2%. That is what the bank is striving to do. They're not striving to be within the range. They know they're going to fall within the range for a

Encore une fois, je ne suis pas certain que ce soit devenu un problème majeur. Ce qui me semblait être un problème, et j'étais heureux de voir que l'on y a remédié — et cela est venu du Royaume-Uni —, c'était l'absence d'un membre externe au conseil. Je pense que cet ajout a beaucoup de valeur, et j'en suis heureux. Nicolas Vincent a été le premier, et on en ajoute maintenant un deuxième. Je pense qu'il est très utile d'obtenir le son de cloche de gens qui ne travaillent pas à la Banque du Canada.

Je pense que c'est une pratique exemplaire que nous avons importée. Comme je l'ai dit, j'estime que le fait que deux membres soient nommés par le gouvernement constitue une bonne approche.

Donc, en ce qui concerne l'approche dont vous parlez, je ne suis ni trop contre, ni trop pour.

La présidente : J'aimerais simplement préciser quelques-unes de vos réponses au sénateur Gignac, quand vous avez dit que la surveillance de l'emploi constituait un aspect non observable du mandat et que la banque devrait tenir compte du niveau d'emploi maximal. C'est le même problème avec les taux d'intérêt. Il y a une fourchette de 1 à 3 %. On vise 2 %, mais il y a une marge de manœuvre.

Pour ce qui est de l'aspect non observable du mandat, cela signifie-t-il simplement qu'on pourrait ne pas être en mesure d'exercer cette surveillance ou qu'on ne devrait même pas essayer de le faire?

M. Kronick : C'est un aspect non observable pour ce qui est de définir le « niveau d'emploi maximal ». Ce niveau n'est pas nul. On chercherait à obtenir un taux d'emploi naturel qui permettrait à suffisamment de gens de trouver le bon emploi et toute une série d'emplois structurels dont nous tenons compte.

Le défi consiste à déterminer quel est le niveau d'emploi maximal. Il importe davantage de déterminer s'il est de 3 %, 4 % ou 5 %, que de savoir si on l'atteint. Si on l'établit à 3 %, alors, bien sûr, on peut juger la banque par rapport au niveau d'emploi maximal de 3 %. La question est de savoir si c'est le bon niveau. C'est vraiment difficile à dire. Il est vraiment difficile de déterminer si le niveau d'emploi maximal fixé est le bon. Je pense que la banque aurait là tout un défi à relever.

La présidente : Et vous n'êtes pas à l'aise avec une fourchette cible, comme pour l'autre aspect, qui est de 1 à 3 %? Elle pourrait osciller entre 6 et 8 %, ou entre 5 et 7 %, selon ce que l'on détermine.

M. Kronick : D'accord. On peut procéder de cette façon, mais ce que je tiens à préciser, au sujet de l'aspect du mandat relatif à l'inflation, c'est qu'il y a effectivement une fourchette, mais la cible est de 2 %, et elle est très claire. C'est la cible que la banque s'efforce d'atteindre. Elle ne vise pas l'intérieur de la

certain amount of time because it's not a perfect science, but the target is 2%, and that's how the bank is typically judged.

I just don't think you can define the maximum employment target in that same way and provide the same opportunities for success.

The Chair: Thank you. That's much clearer.

Senator Fridhandler: I just wanted to follow up on Senator Gignac's question regarding the diversity at the senior executive level at the bank. To add to that, I'm wondering about the need to mandate geographical diversity, considering the geographical differences that run across this country, from Newfoundland to British Columbia to the North. Should we formalize that more?

Mr. Kronick: It's a good question. In some ways, that is the ideal set-up, where you do have that geographical representation across the country.

However, with monetary policy and the way we operate with these goals, it's not a 2% inflation target by province, city or municipality; it's a 2% target on aggregate for the country. The Fed has their Federal Reserve Banks across the country, and there are different pressures and challenges with setting things up in that way, but I think the fact that monetary policy operates with a blunt tool to achieve a Canadian target makes the need to mandate geographical representation a little bit less.

Ideally, though, you would have representation across the country. I think we all know that people want to feel like they are represented at our different institutions, but I don't know that I would go as far as to mandate it.

Senator Fridhandler: To follow up on that, if there's more to say — although I think you're pretty clear on it — can you speak more about your thoughts on the balance between mandating additional transparency or accountability from the senior levels of the bank versus unintended risk and politicization?

Mr. Kronick: Like I said, there is a bar that you need to clear when it comes to transparency and accountability, or else institutions of that nature will fail.

What I am worried about, and we're seeing it again — we've seen it here and elsewhere, certainly in the Fed — is the politicization of our central bank and central banks in general. The separation of the ability to print money and spend money is a really critical component of any country. I worry that the more and more we put central bankers in front of Parliament where

fourchette. On sait que l'on va rester dans la fourchette pendant un certain temps parce que ce n'est pas une science exacte, mais l'objectif est de 2 %, et c'est sur l'atteinte ou non de cette cible que la banque est habituellement jugée.

Je ne pense tout simplement pas qu'on puisse définir de la même façon le niveau d'emploi maximal et se donner les mêmes chances de réussite.

La présidente : Merci. C'est beaucoup plus clair.

Le sénateur Fridhandler : Je voulais simplement donner suite à la question du sénateur Gignac concernant la diversité au niveau de la haute direction de la banque. Pour ajouter à cela, je me demande s'il est nécessaire d'imposer la diversité géographique, compte tenu des différences qui existent à ce niveau dans tout le pays, de Terre-Neuve à la Colombie-Britannique en passant par le Nord. Devrions-nous davantage officialiser cette diversité?

M. Kronick : C'est une bonne question. D'une certaine façon, c'est l'organisation idéale, quand il y a une représentation géographique dans tout le pays.

Cependant, avec la politique monétaire et la façon dont nous visons ces objectifs, la cible d'inflation de 2 % n'est pas fixée par province, ville ou municipalité; c'est une cible globale de 2 % pour l'ensemble du pays. La Fed a ses banques de la Réserve fédérale partout au pays, et ce mode de fonctionnement comporte différentes pressions et différents défis, mais je pense que le fait que la politique monétaire vise simplement l'atteinte d'une cible pancanadienne rend la représentation géographique un peu moins nécessaire.

Idéalement, cependant, le conseil de direction compterait des représentants de partout au pays. Nous savons tous que les gens veulent être représentés dans nos différentes institutions, mais je n'irais pas jusqu'à rendre cette représentation obligatoire.

Le sénateur Fridhandler : Pour poursuivre dans la même veine, s'il y a plus à dire — même si vous avez été assez clair à ce sujet —, pouvez-vous nous faire part de vos réflexions sur l'équilibre à atteindre entre le fait d'imposer une transparence ou une reddition de comptes accrue à la haute direction de la banque par rapport aux risques imprévus et à l'instrumentalisation à des fins politiques?

M. Kronick : Comme je l'ai dit, il y a un seuil à respecter en matière de transparence et de reddition de comptes, sinon les institutions de cette nature vont échouer.

Ce qui m'inquiète, et on le voit encore — on l'a vu ici et ailleurs, certainement à la Fed —, c'est l'instrumentalisation à des fins politiques de notre banque centrale et des banques centrales en général. Il est vraiment essentiel de séparer la capacité d'imprimer de l'argent et celle d'en dépenser, et ce, peu importe le pays. Je crains que plus nous demandons au

things can get politicized, the more the bank will become politicized. That is a worry of mine.

But, again, I think you have to meet a certain threshold. If we want to mandate the governor having to appear before Parliament once or twice a year, that's probably an acceptable compromise. I'm not sure I want to take it much further than that. Like I said, I think they've done a lot when it comes to their communications with the public over the last three decades.

Senator Fridhandler: Thank you for the clarification.

Would you go so far as to require the bank to produce the detailed transcripts of discussions on setting rates from time to time?

Mr. Kronick: I think the summary of deliberations is the right balance because you want the conversations in those meetings to be free-flowing. It is the same reason we use the Chatham House Rule at our C.D. Howe Institute events: You want conversations to be free-flowing. We don't need the verbatim transcript of what happened in those meetings; I think the summary is probably the right balance to strike.

Senator Varone: Thank you, Mr. Kronick, for being here. One of the quotes I was fascinated by, which was attributed to you, was this:

The regime we introduced in the early nineties ain't broke — quite the opposite — so we shouldn't try to fix it.

I understand that wholeheartedly with respect to the single mandate of the Bank of Canada in fighting inflation. What confuses me now is your comment on employment and that it's hard to pinpoint.

Let me draw you to where I got confused with early deputants in terms of the inflation rate being tied to the CPI, but then they introduced terms like CPI-trim, CPI-median and core CPI, and it really mixed me up in terms of what is the measurement of inflation.

When you say that since the average has been 2.1%, I assume you're talking about the fullness of the CPI and not some other index. If they're using these other tangibles for other purposes, then why wouldn't it be the same for employment? If you have a core employment mandate, but then you can define structural employment or the other forms of employment, then they're just

gouverneur de la banque centrale de comparaître devant les parlementaires, où il y a risque d'instrumentalisation politique, plus le processus de la banque comme tel risque d'être détourné. C'est ce qui m'inquiète.

Mais, encore une fois, je pense qu'il faut atteindre un certain seuil. Si nous voulons obliger le gouverneur à comparaître devant les parlementaires une ou deux fois par année, c'est probablement un compromis acceptable. Je ne suis pas sûr de vouloir aller beaucoup plus loin. Comme je l'ai dit, je pense que la banque a beaucoup progressé pour ce qui est de ses communications avec le public au cours des trois dernières décennies.

Le sénateur Fridhandler : Je vous remercie de cette précision.

Iriez-vous jusqu'à exiger que la banque produise de temps à autre les transcriptions détaillées de ses discussions sur l'établissement des taux?

M. Kronick : Je pense que le résumé des délibérations permet d'atteindre un bon équilibre parce qu'on veut que les conversations se déroulent librement. C'est la même raison pour laquelle nous appliquons la règle de Chatham House lors des activités organisées par l'Institut C.D. Howe; pour que les gens puissent discuter librement. Nous n'avons pas besoin de la transcription textuelle de ce qui s'est passé lors de ces réunions; je pense que le résumé représente probablement le bon équilibre à atteindre entre transparence et souplesse.

Le sénateur Varone : Merci, monsieur Kronick, d'être ici. L'une des citations qui m'a fasciné et qui vous a été attribuée est la suivante :

Le régime que nous avons mis en place au début des années 1990 n'est pas brisé, bien au contraire. Nous ne devrions donc pas essayer de le réparer.

Je comprends tout cela en ce qui concerne le mandat unique de la Banque du Canada dans la lutte contre l'inflation. Ce qui me laisse perplexe toutefois, c'est votre commentaire sur l'emploi et sur le fait qu'il est difficile d'en déterminer le niveau maximal.

Les premiers témoins ont semé la confusion chez moi en ce qui concerne le lien entre le taux d'inflation et l'IPC, quand ils ont commencé à parler d'IPC-tronq, d'IPC-méd et d'indice de référence, et ils m'ont alors perdu en ce qui a trait à la mesure de l'inflation.

Lorsque vous dites que la moyenne a été de 2,1 %, je suppose que vous parlez de l'intégralité de l'IPC et non d'un autre indice. S'ils utilisent ces autres éléments tangibles à d'autres fins, pourquoi ne pourrait-on pas en faire autant pour l'emploi? Si vous avez un mandat d'emploi de base, mais que vous pouvez ensuite définir l'emploi structurel ou les autres formes d'emploi,

targets all around. I can't see why one is hard and one is not. I'm not sure if I got that point across.

Mr. Kronick: I think so, but if my answer doesn't cover it, please follow up.

To be clear, the bank's target is headline CPI, so it's the entire CPI. That's what we're targeting when we're targeting 2% inflation. On the core measures — CPI-trim, CPI-median, et cetera — the bank isn't targeting those. Those are tools that the bank uses to try to extract the underlying trend in prices. The CPI includes things that are very volatile, so you want to take those out as you're thinking about where the underlying trend in prices is going. That's where the total inflation — total CPI — will be after 18 to 24 months once all the shocks have worked their way through the economy.

The bank is not targeting core. They're using those core measures as tools. They publish them to show folks what is being used as underlying trend measures.

I don't see it as a clear relationship between that and this issue of a dual mandate. The issue is what is the equivalent of total CPI that you would target under a maximum employment regime? That is the challenge. You would have to define that somehow: What is maximum employment? Again, it changes. It's not the same. It's not like inflation. Maximum employment could be 4% in an economy in one year, and then if the demographics change, and if we have 25% tariffs coming in from the U.S., maybe maximum employment is a little bit different. Will you change that target next year and explain to people that we're now targeting 5% or 3%? It's a challenging thing. Again, if you look at the Fed's statements over the years, when they make their announcements, it's in there but it's not in there the same way as the inflation target.

You could do it, but I suspect it won't change very much in terms of the way that the central bank operates. Again, we operate with a flexible inflation-targeting regime to allow us to not mechanically do things to set us on a bad track for the economy just for the sake of hitting 2%. We allow for that flexibility in it. I hope that answers the question.

Senator Varone: Yes, it does. Thank you.

Senator Ringuette: My question is kind of a follow-up to Senator Gignac and Senator Fridhandler.

We're now looking at the mandate review to make recommendations. I see that we also have some responsibility to ensure that the structure that we have is a helpful tool for the

ce ne sont alors que d'autres formes de cibles. Je ne vois pas pourquoi l'une serait difficile à déterminer et l'autre non. Je ne suis pas sûr d'avoir bien compris.

M. Kronick : Je crois que oui, mais si ma réponse ne couvre pas tout, n'hésitez pas à me relancer.

Pour que ce soit clair, la cible de la banque est l'IPC global. C'est ce que l'on vise lorsque l'on cible un taux d'inflation de 2 %. Pour ce qui est des mesures de base — IPC-tronq, IPC-méd et ainsi de suite —, la banque ne les cible pas. Ce sont des outils que la banque utilise pour essayer d'extraire la tendance sous-jacente des prix. L'indice des prix à la consommation comprend des éléments très volatils, et il faut donc en tenir compte lorsqu'on réfléchit à la tendance sous-jacente des prix. C'est à ce niveau que l'inflation totale — l'IPC global — se situera après 18 à 24 mois, une fois que tous les chocs auront secoué l'économie.

La banque ne cible pas l'IPC de base. On utilise ces mesures de base comme outils. On les publie pour montrer aux gens ce que l'on utilise comme mesures des tendances sous-jacentes.

Je ne vois pas de lien clair entre cet aspect et la question d'un double mandat. La question est de savoir quel serait l'équivalent de l'IPC global que l'on ciblerait dans le cadre d'un régime visant un niveau d'emploi maximal. Il est là le défi. Il faudrait définir, d'une façon ou d'une autre, quel est le niveau d'emploi maximal. Encore une fois, il fluctue. Il n'est pas toujours le même. Ce n'est pas comme l'inflation. Le niveau d'emploi maximal pourrait être de 4 % dans une économie en un an, mais si la situation démographique évolue et si les États-Unis imposent des tarifs douaniers de 25 %, peut-être qu'il fluctuera un peu. Allez-vous modifier cette cible l'an prochain et expliquer aux gens que nous visons maintenant 5 % ou 3 %? C'est tout un défi à relever. Encore une fois, si vous examinez les déclarations faites par la Fed au fil des ans, lorsque celle-ci fait ses annonces, cette cible y figure, mais pas au même titre que la cible d'inflation.

On pourrait l'inclure, mais je soupçonne que cela ne changera pas grand-chose à la façon dont la banque centrale fonctionne. Encore une fois, nous fonctionnons avec un régime souple de ciblage de l'inflation qui nous permet de ne pas avancer aveuglément au risque d'emprunter la mauvaise voie pour l'économie simplement pour atteindre la cible de 2 %. Nous avons prévu cette souplesse. J'espère que cela répond à la question.

Le sénateur Varone : Oui. Merci.

La sénatrice Ringuette : Ma question fait suite à celles du sénateur Gignac et du sénateur Fridhandler.

Nous procémons actuellement à l'examen du mandat pour formuler des recommandations. Je vois que nous avons également la responsabilité de veiller à ce que la structure en

bank. In that regard, the structure is at arm's length from government regarding their operation, mandate and objective.

Recently, a certain politician threatened to fire the governor of the bank. Regarding arm's length and its necessity for the integrity of the bank and the work they do on behalf of Canadians, how helpful is that for the credibility of the bank with Canadians? It also has a certain impact outside of the country. I'd like to have your opinion on that.

Mr. Kronick: Thank you for the question. This is not unique to Canada in terms of the way people have reacted, such as politicians and other folks, when it comes to central banks as inflation has surged. In fact, I think it's actually a reason why the inflation mandate is so critical to keep. Many people forgot what it was like to experience high inflation because we went so long without it. Now that we've faced it after our last renewal when we put all these other things in, I think it should reinforce to folks that inflation is awful. It's awful for the people at the lowest end of the income spectrum.

I hope that this is a bit of a wake-up call. What's not helpful is the political side getting involved in saying what the central bank should and shouldn't do. However, the central bank is responsible to the public and to the government. It is a function of government and an institution of government. When it doesn't meet its requirements, there is a question as to what you do.

The judgment of a central bank governor shouldn't necessarily be that they hit or didn't hit their target. It's what you do when you miss the target. The Bank of Canada, yes, fell behind on raising rates to slow inflation. Admittedly, it's about as unique a set of circumstances as we could have ever expected, but it was one of the first central banks, if not the first, to start tightening monetary policy. When it realized the mistake it made, it reacted. That's a good sign from an independence perspective.

I don't think statements are helpful from politicians when it comes to the central bank, but at the same point, when inflation gets really high, it becomes a political issue.

Senator Ringuette: Thank you, sir.

Senator Yussuff: Thank you, Mr. Kronick, for being here. The bank plays a very important role in Canadians' lives, not just in the economy in general but also on a personal level. If you own a home, mortgage rates will impact you. If you have a job

place soit un outil utile pour la banque. À cet égard, la structure est indépendante du gouvernement en ce qui concerne le fonctionnement, le mandat et l'objectif.

Récemment, un certain politicien a menacé de congédier le gouverneur de la banque. En ce qui concerne l'indépendance de la banque et de sa nécessité pour son intégrité et pour le travail qu'elle fait au nom des Canadiens, dans quelle mesure est-elle utile pour la crédibilité de la banque auprès des Canadiens? Elle a aussi un certain impact à l'extérieur du pays. J'aimerais avoir votre opinion là-dessus.

M. Kronick : Je vous remercie de la question. Cette situation n'est pas unique au Canada en ce qui concerne la réaction des gens, comme les politiciens et d'autres personnes, à l'égard des banques centrales parce que l'inflation a grimpé en flèche. En fait, je pense que c'est l'une des raisons pour lesquelles le mandat relatif à l'inflation est si important. Beaucoup de gens ont oublié ce que c'était que d'avoir un taux d'inflation élevé parce que cela faisait longtemps que ce n'était pas arrivé. Maintenant que nous avons fait face à la situation après notre dernier renouvellement, lorsque nous avons mis toutes ces autres mesures en place, je pense que cela devrait rappeler aux gens à quel point la hausse de l'inflation n'est pas souhaitable. Elle a des effets dévastateurs pour les gens qui se trouvent au bas de l'échelle des revenus.

J'espère que cela aura l'effet d'un signal d'alarme. Ce qui n'est pas utile, c'est que des politiciens interviennent pour dire ce que la banque centrale devrait ou ne devrait pas faire. Cependant, c'est au public et au gouvernement que la banque centrale rend des comptes. C'est une fonction et une institution du gouvernement. Lorsqu'elle n'atteint pas ses objectifs, on lui demande de rendre des comptes.

On ne devrait pas nécessairement juger le gouverneur d'une banque centrale selon qu'il a atteint ou non sa cible, mais plutôt sur la façon dont il réagit lorsqu'il ne l'atteint pas. La Banque du Canada, c'est vrai, a tardé à augmenter les taux pour ralentir l'inflation. Il est vrai qu'il s'agit d'un concours de circonstances aussi uniques que nous aurions pu l'imaginer, mais elle a été l'une des premières banques centrales, sinon la première, à commencer à resserrer sa politique monétaire. Quand on s'est rendu compte de l'erreur commise, on a réagi. C'est un bon signe du point de vue de l'indépendance.

Je ne pense pas que les déclarations des politiciens soient utiles lorsqu'il s'agit de la banque centrale, mais par ailleurs, lorsque l'inflation est très élevée, cela devient un enjeu politique.

La sénatrice Ringuette : Merci.

Le sénateur Yussuff : Merci, monsieur Kronick, d'être ici. La banque joue un rôle très important dans la vie des Canadiens, non seulement dans l'économie en général, mais aussi sur le plan personnel. Si vous êtes propriétaire d'une maison, les taux

and if the bank increases rates, it could slow down the economy, and that will impact your life.

Recognizing the important role of the bank, we want to ensure that the bank has legitimacy, not only in the context of the political structure that it has to report to, but, writ large, we also want it to have legitimacy with Canadians who are concerned when the bank does take decisions to ensure that they're not an abstract thing or the furthest thing from the bank's consideration.

Given that reality and that the bank has done a better job in trying to engage the public in what it's doing and its objectives, do you think we could do a better job in adding more requirements for the bank? If you live in B.C. or Ottawa, it's a whole different reality regarding how you hear about and relate to the bank. It's really critical that Canadians have a better understanding of the bank's role in their life, but equally what it's trying to achieve in the greater good of managing inflation and also, at the same time, recognizing that it is trying to look at all the variables it has to consider when making a decision that will impact their lives and, for that matter, the economy.

Mr. Kronick: The end of your statement there is, I think, how I would have answered that. When the Bank of Canada sets interest rates, yes, it's doing it with the inflation target in mind, but a big part of the equation is the output gap. That's the difference between actual output and potential output. The bank is very aware of the state of the economy. In fact, that is driving a big part of its decision. It's not just mechanically moving rates up because inflation is down. It's looking at the state of the economy on both the actual and potential side.

You're right that there is a need to try to talk to Canadians more. I mentioned a bunch of different things, but the bank is on social media now. They are in many different places to try to connect with people in different ways. If there are ways to make it even clearer to the public about what they do and how it affects them, then I'm all for that. I believe in that. I do think they are doing a ton of things. Is the governor appearing before Parliament a way of improving it? Perhaps. Once or twice a year, perhaps that would be valuable, but I think they're trying a lot of different ways to communicate with the public. I don't know that I see the benefits of more necessarily outweighing some of the challenges that this would pose from a politicization perspective.

hypothécaires auront une incidence sur votre portefeuille. Si vous avez un emploi et si la banque augmente les taux, cela pourrait ralentir l'économie, ce qui aura une incidence sur votre vie.

Compte tenu du rôle important de la banque, nous voulons nous assurer que celle-ci a une légitimité, non seulement dans le contexte de la structure politique à laquelle elle doit rendre des comptes, mais, de façon générale, nous voulons aussi qu'elle ait une légitimité auprès des Canadiens qui ont des préoccupations à l'égard des décisions de la banque, pour faire en sorte que cela ne soit pas un concept abstrait ou un aspect dont la banque ne tient aucunement compte.

Compte tenu de cette réalité et du fait que la banque a mieux réussi à communiquer au public ce qu'elle fait et quels sont ses objectifs, pensez-vous que nous pourrions faire un meilleur travail en ajoutant des exigences supplémentaires pour la banque? Si vous vivez en Colombie-Britannique ou à Ottawa, vous ne voyez pas la banque de la même façon et votre rapport avec elle n'est pas le même. Il est vraiment essentiel que les Canadiens comprennent mieux le rôle de la banque dans leur vie, mais aussi ce qu'elle tente d'accomplir pour le plus grand bien de la gestion de l'inflation, mais en même temps, qu'ils reconnaissent que la banque essaie d'examiner toutes les variables dont elle doit tenir compte lorsqu'elle prend une décision qui aura des répercussions sur leur vie et, en fait, sur l'économie.

M. Kronick : Je crois que j'aurais répondu à cette question en reprenant la fin de votre intervention. Lorsque la Banque du Canada fixe les taux d'intérêt, oui, elle le fait en gardant à l'esprit la cible d'inflation, mais l'écart de production représente une grande partie de l'équation. Il reflète la différence entre la production réelle et la production potentielle. La banque est très consciente de la conjoncture économique. En fait, c'est ce qui motive une grande partie de sa décision. Elle ne fait pas que simplement augmenter les taux de façon machinale parce que l'inflation est à la baisse. Elle examine l'état de l'économie, tant sur le plan réel que potentiel.

Vous avez raison de dire qu'il faut essayer de communiquer davantage avec les Canadiens. J'ai parlé de toutes sortes de choses, mais la banque est maintenant présente sur les médias sociaux. Elle a une présence sur diverses plateformes pour essayer de nouer des liens avec les gens de différentes façons. S'il y a des façons d'expliquer encore plus clairement au public ce qu'elle fait et comment cela les touche, alors je suis tout à fait d'accord. J'y crois. Je pense qu'elle fait une tonne de choses. La comparaison du gouverneur devant les parlementaires est-elle une façon d'améliorer l'aspect communication? Peut-être. Une ou deux fois par année, ce serait peut-être utile, mais je pense qu'on essaie de bien des façons différentes de communiquer avec

Senator Yussuff: If I may, in regard to my colleague's last question to you, it's also a way to take political interference with the bank's mandate, if the bank is talking to Canadians and if they have a better appreciation of the bank's independence in doing what it's doing on their behalf.

Mr. Kronick: Do you mean by speaking in front of Parliament?

Senator Yussuff: No, I'm talking about when it engages with the public in general, writ large, because they're the ones where, ultimately, if they're satisfied with what the bank is doing, despite what political criticism may come, at least there is an appreciation that the bank is actually having them in its mind in how it makes its decisions, rather than the political criticism it receives because it's not doing something that a politician may want to hear.

Mr. Kronick: Sure, but I guess I would suggest that they're doing a lot of that. That is a lot of the way in which they are coming at what they've added to their repertoire of ways of communication over the years.

Again, the press conference after every one of the fixed announcement dates gets huge coverage. I did the CBC and BNN Bloomberg yesterday to talk about the bank's decision.

If anything, you could make the argument that since the financial crisis when fiscal policy did very little — because we were, sort of, in an era of austerity then — central banks had to come in and do a whole bunch of things, and they were brought out of the shadows and, arguably, given too much credit and blame for what they can achieve with their tools.

We haven't talked about fiscal policy once so far in this conversation, but fiscal policy, at the end of the day, is the biggest driver of the economy's potential. Monetary policy has one tool. You can add quantitative easing and forward guidance, if you like, as unconventional tools, but it has one primary tool: a blunt interest rate. We're talking about it trying to do a lot of things with that one tool.

I sit there and look at fiscal policy, and that's the biggest driver when it comes to government policy. Fiscal authorities have far more control over the state of the economy's long-run potential than a central bank does.

le public. Je ne considère toutefois pas que les avantages de comparutions plus fréquentes l'emporteraient nécessairement sur les inconvénients posés par le risque d'instrumentalisation à des fins politiques.

Le sénateur Yussuff : Si vous me le permettez, en ce qui concerne la dernière question que ma collègue vous a posée, c'est aussi une façon de soustraire le risque d'ingérence politique au mandat de la banque, si la banque parle aux Canadiens et s'ils comprennent mieux le caractère indépendant du travail qu'elle fait pour leur compte.

M. Kronick : Voulez-vous dire en témoignant devant les parlementaires?

Le sénateur Yussuff : Non, je parle des gens du public en général, parce que ce sont eux qui, au bout du compte, s'ils sont satisfaits de ce que fait la banque, et malgré les critiques qui peuvent être formulées par des partis politiques, comprennent au moins que la banque prend ses décisions pour leur bénéfice, plutôt que de devoir subir les critiques des intervenants politiques parce qu'elle ne fait pas ce qu'ils pourraient vouloir entendre.

M. Kronick : Bien sûr, mais je dirais qu'elle le fait déjà en grande partie. C'est en grande partie de cette façon qu'elle a amélioré son répertoire de moyens de communication au fil des ans.

Encore une fois, la conférence de presse qui suit chacune des annonces faites à date fixe fait l'objet d'une énorme couverture médiatique. J'ai été interviewé à la CBC et sur BNN Bloomberg hier pour parler de la décision de la banque.

En fait, on pourrait faire valoir que depuis la crise financière, lorsque la politique budgétaire a eu très peu d'effet — parce que nous étions, en quelque sorte, dans une ère d'austérité à l'époque —, les banques centrales ont dû intervenir et prendre toutes sortes de mesures. Elles sont sorties de l'ombre. On pourrait dire qu'on leur a accordé trop de crédit ou qu'on les a trop blâmées, compte tenu de ce qu'elles peuvent accomplir avec les outils dont elles disposent.

Nous n'avons pas encore parlé de politique budgétaire, mais au bout du compte, celle-ci est le principal moteur de l'économie. La politique monétaire dispose d'un outil. On peut ajouter l'assouplissement quantitatif et l'orientation prospective, si vous voulez, comme outils non conventionnels, mais elle n'a qu'un seul outil, et c'est un taux d'intérêt rudimentaire. Nous essayons d'accomplir beaucoup de choses avec ce seul outil.

J'examine la politique budgétaire, et c'est le principal moteur de la politique gouvernementale. Les autorités financières ont beaucoup plus de contrôle sur le potentiel à long terme de l'économie qu'une banque centrale.

The Chair: I didn't get a chance to hear your comments yesterday, but what is your take on the rate cut this week? Is that in anticipation of tariffs, or is it more in anticipation that the rates may have to go back up again if we really are headed into recessionary territory?

Mr. Kronick: I think it's more the former than the latter. That was my main point.

If you looked at the domestic data and if it wasn't for the threat of those tariffs, I think domestic data would have called for a 25-basis-point cut. You saw upticks in consumer spending in Q3. We saw upticks in housing construction. Business investment continues to be very weak, to my point about the economy's potential.

I think that the balance of data and those core measures that are still above 2% — 2.4% or 2.5% or around there — called for 25 basis points, but the threat of those tariffs called for a 50-basis-point cut.

I really wasn't sure which way they were going to go, but regarding the labour market report last Friday, to the point about the dual mandate, I think that uptick in the unemployment rate sealed the fate for 50 basis points.

The Chair: That seemed to be your point at the beginning: They already do incorporate their concerns about the employment issue. Hence, you don't need a specific second mandate. Is that what you're saying?

Mr. Kronick: Yes, I think it's unequivocally a tool. It's part of the equation, and I think that's the way it should be, as I said, given the fact that defining maximum employment and defining potential outputs is hard to do, and it changes. I don't think that's the kind of mandate or goal you want for a central bank.

It's better to know that they're doing it, and they are. You have to. To set interest rates properly to hit the inflation target, you have to understand the difference between the actual and the potential, so let it be something that they estimate and they try to determine, but not something that we put out into the public as something they have to hit every six weeks.

The Chair: Thank you for that.

We're going to do a quick second round here. Our witness is only able to be with us until a quarter after, so we'll try to give him a few minutes there.

La présidente : Je n'ai pas eu l'occasion d'entendre vos commentaires hier, mais que pensez-vous de la réduction des taux de cette semaine? Est-elle adoptée en prévision des tarifs douaniers, ou plutôt en tenant compte du fait que les taux devront peut-être augmenter de nouveau si nous nous dirigeons vraiment vers une récession?

M. Kronick : Je pense que c'est davantage pour la première raison que pour la seconde. C'était mon point principal hier.

Si l'on examine les données nationales et si ce n'était de la menace de ces tarifs, je pense que les données nationales auraient justifié une réduction de 25 points de base. L'on a constaté une hausse des dépenses de consommation au troisième trimestre. La construction de logements a connu une hausse. Les investissements des entreprises demeurent très faibles, comme je le disais au sujet du potentiel de l'économie.

Je pense que le souci d'équilibre entre les données et les mesures de base qui demeurent au-dessus de 2 % — à 2,4 % ou 2,5 %, ou à peu près — aurait entraîné la nécessité d'une réduction de 25 points de base, mais que la menace de ces tarifs justifie une réduction de 50 points de base.

Je n'étais pas vraiment certain de la direction que la banque allait prendre, mais en ce qui concerne le rapport sur le marché du travail de vendredi dernier, pour revenir au double mandat, je pense que la hausse du taux de chômage est venue confirmer la nécessité d'une réduction de 50 points de base.

La présidente : C'est ce que vous sembliez dire au début. Puisque la banque semble déjà tenir compte des préoccupations en matière d'emploi, il n'est pas nécessaire d'ajouter ce deuxième aspect à son mandat. Est-ce bien ce que vous dites?

M. Kronick : Oui, je pense qu'il s'agit sans équivoque d'un outil. Cet outil fait partie de l'équation, et je pense que c'est très bien ainsi, comme je l'ai dit, étant donné qu'il est difficile d'estimer le niveau d'emploi maximal et la production potentielle, et qu'ils fluctuent. Je ne pense pas que ce soit le genre de mandat ou d'objectif souhaitable pour une banque centrale.

Il vaut mieux avoir la certitude qu'elle s'acquitte de son mandat, et elle le fait. Il le faut. Pour bien fixer les taux d'intérêt de manière à atteindre la cible d'inflation, il faut comprendre la différence entre le taux réel et le taux potentiel. Il faut donc que ce soit un facteur que la banque estime et qu'elle essaie de déterminer, mais pas un élément à présenter au public comme une cible à atteindre toutes les six semaines.

La présidente : Je vous remercie.

Nous allons faire un deuxième tour rapide. Puisque notre témoin ne peut rester avec nous que jusqu'à et quart, nous allons essayer de lui consacrer encore quelques minutes.

Senator Loffreda: My question is this: Are you not concerned about our weakening dollar possibly getting weaker with the recent interest rate cut? Maybe you can say a word or two on how well Canada's monetary policy framework aligns with federal fiscal policies? Should we have any specific monetary policy tools, such as quantitative easing or yield curve control, that you believe should be permanent features of Canada's policy framework?

Mr. Kronick: Those are two separate questions, so let me try to answer them separately.

On the exchange rate, yes, I'm worried. However, the economy that existed 30 years ago was two thirds goods and one third services, and the exchange rate there really matters. In an economy where you're two thirds services and one third goods, it matters a little bit less.

On the gap between our overnight rate — our policy rate — and that of the feds, there is a little more scope for that gap to widen and have the exchange rate depreciate before it necessarily becomes an issue in my mind. That, hopefully, answers that first part.

On fiscal and monetary policies, one of the advantages of the 2% target is that it's supposed to constrain fiscal policy. It's supposed to act as a constraint because if the federal government were to overspend — as you could make a pretty credible argument that they did after the first part of COVID — it's going to lead to inflation, and then the central bank is going to have to come in and raise interest rates. People aren't going to like that, and people aren't going to like inflation. It acts as a bit of a tool to make sure that fiscal policy is moving in an appropriate direction.

On the question of quantitative easing, it is a tool in the tool box. As far as I'm aware, there is no law against doing it. I think it is getting, perhaps, too much credit — and I mean that in a negative way — for its impacts on inflation this time around. I don't believe that the purchases of the debt were necessarily inflationary. I think the spending itself was what was inflationary.

Whether the government could have spent the way they did without the central bank purchasing, my guess is they could. It might have been at slightly higher interest rates, but my guess is they would have been able to do it anyway, so I'm not in the camp that thinks that quantitative easing was responsible for much of the inflation that we saw.

Le sénateur Loffreda : Ne craignez-vous pas que notre dollar déjà chancelant s'affaiblisse en raison de la récente réduction des taux d'intérêt? Pouvez-vous nous glisser un mot sur l'harmonisation du cadre de politique monétaire du Canada avec les politiques budgétaires fédérales? Devrions-nous mettre en place des outils de politique monétaire précis, comme l'assouplissement quantitatif ou le contrôle de la courbe des taux, et en faire des caractéristiques permanentes du cadre stratégique du Canada?

M. Kronick : Comme ce sont deux questions distinctes, je vais essayer d'y répondre séparément.

Pour ce qui est du taux de change, oui, je suis inquiet. Cependant, l'économie d'il y a 30 ans était constituée aux deux tiers de biens et d'un tiers de services, et le taux de change est vraiment important dans un tel contexte. Quand l'économie est constituée aux deux tiers de services et d'un tiers de biens, il l'est un peu moins.

En ce qui concerne l'écart entre notre taux de financement à un jour — notre taux directeur — et celui du gouvernement fédéral, il est encore un peu envisageable qu'il se creuse et que le taux de change continue de se déprécier avant que cela ne devienne nécessairement un problème à mon avis. J'espère que cela répond à la première partie de votre question.

En ce qui concerne les politiques budgétaires et monétaires, l'un des avantages de la cible de 2 % est qu'elle est censée contraindre la politique budgétaire. Elle est censée être contraignante, parce que si le gouvernement fédéral dépensait trop — comme on pourrait l'affirmer sans crainte de se tromper après la première période de la pandémie de COVID-19 —, cela mènerait à l'inflation, et la banque centrale devrait alors augmenter les taux d'intérêt. Les gens seraient donc mécontents, parce qu'ils n'aiment pas l'inflation. Il s'agit en quelque sorte d'un outil qui permet de veiller à ce que la politique budgétaire soit orientée dans la bonne direction.

Pour ce qui est de l'assouplissement quantitatif, c'est l'un des outils qui se trouvent dans le coffre. À ma connaissance, aucune loi ne l'interdit. Je pense qu'on lui attribue une trop grande part — et je le dis au sens négatif —, de répercussions sur l'inflation cette fois-ci. Je ne crois pas que les achats d'instruments d'emprunt ont été nécessairement inflationnistes. Je pense plutôt que ce sont les dépenses comme telles qui l'ont été.

Quant à savoir si le gouvernement aurait pu dépenser comme il l'a fait sans les achats de la banque centrale, je suppose que oui. C'aurait peut-être été à des taux d'intérêt légèrement plus élevés, mais je suppose qu'on aurait pu le faire de toute façon, alors je ne suis pas de ceux qui pensent que l'assouplissement quantitatif est en grande partie responsable de l'inflation observée.

However, you would also have to explain why in 2008 when other countries did quantitative easing, you didn't get that kind of inflation, so I don't think that's as big a driver as some have made it out to be. I think it's a valuable tool in the sense that it does lower longer-term interest rates, and there is probably a bit of a boost to inflation that you can get from that, but it's probably not as big as people are making it out to be.

Senator Loffreda: Thank you.

Senator Fridhandler: The lawyer in me wants to make sure that we check off the things that we need to do. Part of our study is to review any legislative changes required of the Bank of Canada mandate.

Is there anything that you or your colleagues at the C.D. Howe Institute think need to be addressed in the Bank Act or related regulations or other legislation?

Mr. Kronick: No, I don't know that we need to make any changes. I'm not a lawyer, so you guys might be better to answer that question than me.

What I will say is that what I've always liked about the mandate is it gives us the flexibility to have these kinds of discussions. It allows for the government to put in place the mandate that it believes is the right one, and it asks the central bank to be operationally independent.

I should clarify that point. The bank is not independent in a complete sense. They are operationally independent. The government can set whatever mandate and whatever goals they want for the central bank to hit, but it should be up to the bank to hit them.

To me, this session is about the mandate itself and other things that we've discussed, but I think there's a difference between pure independence and operational independence.

Senator Gignac: Mr. Kronick, let's go back to this discussion of the dual mandate. You can send us a written answer later on.

Of course, defining the maximum employment rate is a real issue. The Fed has the same challenge. They have the dual mandate. What I have noticed is, yes, the Bank of Canada is credible on the inflation fight.

If you do a post-mortem on what happened, the unemployment rate in the U.S. is at 4.2%, and it is now 6.8% in Canada. This is the biggest gap in 30 years. In Canada, the unemployment rate shifted from 6.5% to 6.8%. In the U.S., it was more or less stable at around 4%.

Cependant, il faudrait aussi expliquer pourquoi, en 2008, alors que d'autres pays ont procédé à un assouplissement quantitatif, il n'y a pas eu ce genre d'inflation ici. Je ne pense donc pas que ce soit un facteur aussi important que certains l'ont laissé entendre. Je pense que c'est un bon outil en ce sens qu'il fait baisser les taux d'intérêt à plus long terme, et il y a probablement une légère augmentation de l'inflation qui peut en découler, mais elle n'est probablement pas aussi importante que les gens le laissent entendre.

Le sénateur Loffreda : Merci.

Le sénateur Fridhandler : L'avocat en moi veut s'assurer que nous faisons tout ce que nous devons faire. Une partie de notre étude consiste à examiner les changements législatifs à apporter au mandat de la Banque du Canada.

Y a-t-il quelque chose qui, selon vous ou vos collègues de l'Institut C.D. Howe, doit être corrigé dans la Loi sur les banques ou dans des règlements connexes ou d'autres lois?

M. Kronick : Non, je ne crois pas que nous ayons besoin d'apporter des changements, mais puisque je ne suis pas avocat, vous êtes peut-être mieux placé que moi pour répondre à cette question.

Ce que j'ai toujours aimé du mandat, c'est qu'il nous donne la souplesse nécessaire pour tenir ce genre de discussions. Il permet au gouvernement de mettre en place le mandat qu'il juge approprié et il requiert que la banque centrale soit indépendante sur le plan opérationnel.

Je dois préciser ce dernier point. La banque n'est pas complètement indépendante. Elle est indépendante sur le plan opérationnel. Le gouvernement peut déterminer le mandat et les cibles qu'il veut que la banque atteigne, mais c'est à elle de les atteindre.

Pour ma part, cette séance porte sur le mandat en soi et sur d'autres aspects dont nous avons discuté, mais je pense qu'il y a une différence entre l'indépendance pure et l'indépendance opérationnelle.

Le sénateur Gignac : Monsieur Kronick, revenons à cette discussion sur le double mandat. Vous pourrez nous faire parvenir une réponse par écrit plus tard.

Bien sûr, la définition du niveau d'emploi maximal est un véritable problème. La Fed a le même défi à relever. Elle a un double mandat. Ce que j'ai remarqué, c'est que la Banque du Canada est effectivement crédible dans sa lutte contre l'inflation.

Si l'on dresse un bilan de ce qui s'est passé, le taux de chômage aux États-Unis est de 4,2 % et il est maintenant de 6,8 % au Canada. C'est le plus grand écart observé en 30 ans. Au Canada, le taux de chômage est passé de 6,5 % à 6,8 %. Aux États-Unis, il est demeuré plus ou moins stable autour de 4 %.

Core inflation in Canada is 1% less than the core inflation in the U.S. If you check the *Monetary Policy Report*, in the U.S., they make forecasts on the unemployment rate. In Canada, you have no word and no forecast from the Bank of Canada on the unemployment rate. It seems they don't care about what is going on in the labour market. Maybe I'm too severe.

Could you help to convince me it's better to stay with the mandate as it is, because it seems that in the labour market, they suffer from this severe monetary policy conduct in the last two years?

Mr. Kronick: Yes, I don't think one can look at the differences in the two economies and suggest it's monetary policy that's been the driver of the success of the U.S. economy. We could have an entire other session here on what I think has been the driver of Canadian economic success versus U.S. economic success.

If you look at the policy rates and the tightening of monetary policy, it's been almost the same. In fact, if anything, my argument holds even more in that scenario because the central banks did largely the same thing in responding to inflation above target. One had a very different impact on the economy than the other. That actually suggests it's even harder to define what maximum employment would be in those two situations.

I should also point out they do calculate unemployment differently there than we do here. That's a whole other issue that we should also have a conversation about.

I don't look at the two scenarios and think that is an argument for a dual mandate.

The reality is this: On the U.S. economy's potential in the last three years, whatever you think about the Biden government's Inflation Reduction Act — the name of which is silly — it is incredibly powerful from an investment perspective and from the perspective of the U.S. economy's potential.

Most of our fiscal policy in the last three years has been about encouraging consumption. The Inflation Reduction Act is all about encouraging investment. If you increase investment, you increase the potential of your economy. That's what they've done there.

That allows for the actual economy to grow more. If we had done the same thing, we could have gotten a similar reaction. It has nothing to do with monetary policy, in my view.

The Chair: Excellent. Thank you.

L'inflation mesurée par l'indice de référence au Canada est inférieure de 1 % à celle observée aux États-Unis. Si vous consultez le *Rapport sur la politique monétaire*, vous verrez qu'aux États-Unis, on fait des prévisions sur le taux de chômage. Ici, la Banque du Canada n'en fait aucune. Il me semble qu'on ne se soucie pas de ce qui se passe sur le marché du travail, mais je suis peut-être trop sévère en affirmant cela.

Pourriez-vous me convaincre qu'il vaut mieux s'en tenir au mandat actuel, parce qu'il semble que sur le marché du travail, on a souffert de cette politique monétaire sévère au cours des deux dernières années?

M. Kronick : Oui, je ne pense pas qu'on puisse examiner les différences entre les deux économies et laisser entendre que c'est la politique monétaire qui a été le moteur du succès de l'économie américaine. Nous pourrions tenir une autre séance complète ici sur ce qui, selon moi, a été le moteur de la réussite économique du Canada par rapport à celle des États-Unis.

Si l'on considère les taux directeurs et le resserrement de la politique monétaire, c'est presque la même chose. En fait, mon argument tient encore plus dans ce scénario parce que les banques centrales ont réagi à peu près de la même manière quand l'inflation a dépassé la cible. L'une des façons a eu une incidence très différente de l'autre sur l'économie. Cela donne à penser qu'il est encore plus difficile de définir quel serait le niveau d'emploi maximal dans ces deux situations.

Je dois également souligner qu'aux États-Unis, on ne calcule pas le taux chômage comme nous le faisons ici. C'est une autre question dont nous devrions aussi discuter.

Si j'examine les deux scénarios, je ne pense pas que ce soit un argument en faveur d'un double mandat.

La réalité, c'est que pour ce qui est du potentiel de l'économie américaine au cours des trois dernières années, peu importe ce que l'on peut penser de l'Inflation Reduction Act — un nom ridicule —, ou IRA, du gouvernement Biden, elle constitue un outil remarquablement puissant du point de vue de l'investissement et du potentiel de l'économie américaine.

Au cours des trois dernières années, notre politique financière a consisté en grande partie à favoriser la consommation. En revanche, l'IRA vise à favoriser les investissements. Si l'on augmente les investissements, on multiplie le potentiel de l'économie. C'est ce qu'on a fait aux États-Unis.

Cela permet à l'économie de croître davantage. Si nous avions fait la même chose, nous aurions pu obtenir des résultats semblables. À mon avis, cela n'a rien à voir avec la politique monétaire.

La présidente : Excellent. Merci.

Mr. Kronick, thank you for your time and comments here this morning. It's most helpful. Thank you, Jeremy Kronick, Vice-President, Economic Analysis and Strategy at the C.D. Howe Institute. We have got you out on time. Thank you.

Mr. Kronick: Thank you to all of you. This is an incredibly important thing.

The Chair: Thank you. We agree.

Our next witness is Douglas Porter, Chief Economist at BMO Financial Group. Mr. Porter has been commenting on our economy for years. We are pleased to have you with us today as we pursue our study on the mandate of the Bank of Canada and other related issues. Welcome. Please go ahead with your opening remarks.

Douglas Porter, Chief Economist, BMO Financial Group: Thank you, Madam Chair and honourable senators. I'm pleased to have the opportunity to join you today to assist in your study of Canada's monetary policy. My name is Doug Porter, and I am the Chief Economist of BMO.

As the chief economist of one of Canada's largest banks, the study of Canada's monetary policy is a critical topic for my team as our clients from across the country and around the world navigate their own financial situations.

The last several years have represented a period of unprecedented upheaval, with the COVID-19 pandemic leading to vigorous stimulus measures and record-low interest rates, followed by a dramatic worldwide spike in inflation and a corresponding rise in the Bank of Canada's overnight rate.

It is my view that the run-up in inflation was caused by both supply and demand factors in broadly equal measure and by both global and domestic factors.

Given the similar pattern of inflation performance seen around the mature economies in recent years, it appears that global factors played a somewhat more prominent role in the inflation spike.

Today, we find ourselves close to the target inflation rate that the Bank of Canada aims to achieve. Recent rate cuts bear out this success.

Yesterday, the Bank of Canada cut its overnight rate by 50 basis points to 3.25%, which is the top end of the bank's view of

Monsieur Kronick, je vous remercie de votre participation et de vos observations, qui ont été très utiles. Merci, Jeremy Kronick, vice-président, Analyse économique et stratégie à l'Institut C.D. Howe. Nous vous laissons partir à l'heure prévue. Merci.

M. Kronick : Merci à tous. C'est une étude extrêmement importante.

La présidente : Merci. Nous sommes d'accord.

Notre prochain témoin est Douglas Porter, économiste en chef à BMO Groupe financier. M. Porter analyse et commente notre économie depuis des années. Nous sommes heureux de vous accueillir aujourd'hui dans le cadre de notre étude sur le mandat de la Banque du Canada et sur d'autres questions connexes. Soyez le bienvenu. Vous pouvez faire votre déclaration préliminaire.

Douglas Porter, économiste en chef, BMO Groupe financier : Merci, madame la présidente et honorables sénatrices et sénateurs. Je suis heureux de me joindre à vous aujourd'hui pour vous aider dans votre étude sur la politique monétaire du Canada. Je m'appelle Doug Porter et je suis l'économiste en chef de BMO.

En tant qu'économiste en chef de l'une des plus grandes banques du Canada, je considère, avec mon équipe, que l'étude de la politique monétaire du Canada est un sujet crucial, quand nos clients de partout au pays et dans le monde naviguent dans les eaux de leur propre situation financière.

Les dernières années ont représenté une période de bouleversements sans précédent, la pandémie de COVID-19 ayant entraîné des mesures de relance vigoureuses et des taux d'intérêt à un creux record, suivis d'une augmentation spectaculaire de l'inflation à l'échelle mondiale et d'une hausse correspondante du taux du financement à un jour de la Banque du Canada.

Je suis d'avis que l'augmentation de l'inflation a été causée à la fois par des facteurs liés à l'offre et à la demande dans une mesure généralement égale et par des facteurs mondiaux et nationaux.

Compte tenu de la même tendance à l'inflation observée dans les économies développées au cours des dernières années, il semble que les facteurs mondiaux aient joué un rôle un peu plus important dans le pic d'inflation.

Aujourd'hui, nous nous rapprochons du taux d'inflation que cible la Banque du Canada. Les récentes réductions de taux confirment ce succès.

Hier, la Banque du Canada a réduit son taux du financement à un jour de 50 points de base pour le faire passer à 3,25 %, ce qui

neutral interest rates, and it's a full 175 basis points below the rate of just six months ago.

In my view, the Bank of Canada has weathered these storms reasonably well. Certainly, the bank made decisions which, in hindsight, could have been executed differently. Our central bankers' efforts have been positive overall. Any difficulties they have had were by no means unique to Canada, while many of the circumstances facing all policy-makers in recent years were unique.

We are fortunate to have been afforded a relatively stable monetary system over the years through the bank's prudent measures, independently achieved. I'm happy to provide my perspectives on how these efforts have been working and the outlook for Canada's economy.

I look forward to taking your questions. Thank you.

The Chair: Thank you, Mr. Porter. We will begin with Senator Loffreda, the deputy chair.

Senator Loffreda: Thank you, Mr. Porter, for being with us here this morning.

I have a general question: What is your short-term and medium-term outlook for the Canadian economy? How should the monetary policy framework adapt to these projections? There is a lot happening. There is a lot to discuss. I give you a blank sheet there.

Mr. Porter: Thank you, senator. Yes, it is an incredibly complex environment. We've seen somewhat more complex situations before. This is, indeed, another unusual set of circumstances.

If we looked at the domestic factors alone, I had become much more upbeat on the Canadian economy over the short term, which is over the 2025-26 period.

When we look in the rear-view mirror, there is no question about it that Canada has struggled heavily, especially compared to the U.S., but even against some other mature economies. I don't think it is that complicated as to why we have struggled relatively.

Put simply, Canada is one of the most interest rate-sensitive economies in the world; it is both because of our relatively high levels of household debt and how quickly that debt turns over, and the importance of the housing sector in our economy has a much greater weight than many other economies. Of course, housing is very interest-sensitive.

correspond à la tranche supérieure du taux d'intérêt neutre comme le conçoit la banque, et il est inférieur de 175 points de base au taux d'il y a seulement six mois.

À mon avis, la Banque du Canada a assez bien traversé ces tempêtes. Il est certain que la banque a pris des décisions qui, avec le recul, auraient pu être exécutées différemment. Dans l'ensemble, les efforts de nos banques centrales ont été positifs. Les difficultés qu'elles ont éprouvées n'étaient pas propres au Canada, alors que bon nombre des situations auxquelles tous les décideurs ont dû faire face ces dernières années étaient uniques.

Nous avons eu la chance de bénéficier d'un système monétaire relativement stable au fil des ans grâce aux mesures prudentes que la banque a prises indépendamment. Je suis heureux de vous faire part de mon point de vue sur la façon dont ces efforts ont fonctionné et sur les perspectives économiques du Canada.

Je serai heureux de répondre à vos questions. Merci.

La présidente : Merci, monsieur Porter. Nous allons commencer par le sénateur Loffreda, vice-président.

Le sénateur Loffreda : Merci, monsieur Porter, d'être avec nous ce matin.

J'aimerais commencer par une question d'ordre général. Quelles sont vos perspectives à court et à moyen terme pour l'économie canadienne? Comment le cadre de la politique monétaire devrait-il s'adapter à ces projections? Il se passe beaucoup de choses. Il y a beaucoup de choses à discuter. Je vous donne carte blanche pour entamer la discussion.

M. Porter : Merci, sénateur. Oui, c'est un environnement remarquablement complexe, mais nous avons déjà vu des situations un peu plus complexes. Il s'agit en effet d'une autre situation inhabituelle.

Si l'on ne tient compte que des facteurs nationaux, j'étais devenu beaucoup plus optimiste au sujet de l'économie canadienne à court terme, c'est-à-dire pour la période 2025-2026.

Avec le recul, il ne fait aucun doute que le Canada a eu beaucoup de difficultés, surtout par rapport aux États-Unis, et même par rapport à d'autres économies développées, mais je ne crois pas qu'il soit si compliqué de comprendre pourquoi.

Pour simplifier, le Canada est l'une des économies les plus sensibles aux taux d'intérêt au monde; c'est à la fois à cause du niveau relativement élevé d'endettement des ménages chez nous et de la rapidité avec laquelle cette dette se renouvelle, et parce que le secteur du logement dans notre économie pèse beaucoup plus lourd que dans bien d'autres économies. Or, le logement est évidemment très sensible aux variations des taux d'intérêt.

That's been a burden on the Canadian economy in the last couple of years. Now with interest rates coming down quickly, the double-edged sword of being an interest-sensitive economy now cuts in our favour.

We think a great weight will be lifted off of the housing sector and the Canadian consumer over the next couple of years. Even in recent months, we have seen the housing market begin to stir.

We've actually seen some relatively positive developments on the consumer spending side. Looking at the consumer spending and housing sectors, we were looking for the economy to get back to normal growth rates in the order of around 2% over the next couple of years after struggling to grow by a little bit more than 1% in the last couple of years.

Of course, that outlook has been heavily clouded by this new big risk of trade uncertainty. We're all grappling with exactly to what extent these are meaningful threats, whether they'll actually be enacted, how long they'll stay in place and how broad the tariffs will be.

There have been a number of economic studies that have looked at the potential impact on Canada. It does matter to what extent Canada retaliates. In the event of no retaliation, the best estimates that we see do suggest it could cut Canadian GDP by as much as 2%.

I would expect economic policy would not stand still in that case, if we were hit by 25% tariffs. I would suspect interest rates would likely come down even more rapidly than they're already set to come down.

I would also expect that fiscal policy would probably turn up even a bit more stimulative over the next couple of years, and I also suspect that the Canadian dollar would adjust quite heavily. All of these things would somewhat offset the impact of tariffs, but there is no question that it would be a very important negative for the Canadian economy, were we to face broad 25% tariffs. Even with a very heavy-duty policy response, our best estimate is that it would probably cut Canadian GDP by one percentage point or more.

The Chair: I have a point here on the possibility of a recession. I know there is a lot of uncertainty. We've been talking about the tariffs and at what rate and the implementation rate, et cetera. This week, the governor said he didn't anticipate any of that, but we have an awful lot of other economists saying we're already there, technically speaking. What is your assessment?

Cela a été un fardeau pour l'économie canadienne au cours des dernières années. Maintenant que les taux d'intérêt baissent rapidement, l'arme à double tranchant qu'est une économie sensible aux taux d'intérêt joue en notre faveur.

Nous pensons que le secteur du logement et les dépenses des consommateurs canadiens vont reprendre de la vigueur au cours des prochaines années. Déjà au cours des derniers mois, le marché de l'habitation a commencé à reprendre le dessus.

Nous avons en fait observé des développements relativement positifs du côté des dépenses de consommation. En ce qui concerne ces dernières et le logement, nous espérons que l'économie reviendrait à des taux de croissance normaux d'environ 2 % au cours des deux prochaines années, après avoir eu du mal à croître d'un peu plus de 1 % ces dernières années.

Bien entendu, cette perspective a été fortement assombrie par cet important et nouveau risque d'incertitude qui pèse sur le commerce. Nous essayons tous de savoir dans quelle mesure ces menaces sont sérieuses, si elles seront réellement mises en œuvre, pendant combien de temps elles resteront en place et quelle sera l'ampleur des tarifs douaniers.

Les répercussions possibles sur le Canada ont été examinées dans un certain nombre d'études économiques. La mesure dans laquelle le Canada exercera des représailles aura son importance. Dans l'éventualité où il n'y aurait pas de représailles, selon les meilleures estimations, ces tarifs pourraient réduire le PIB du Canada jusqu'à hauteur de 2 %.

Je ne m'attends pas à ce que les décideurs de notre politique économique restent les bras croisés si nous sommes frappés par des tarifs douaniers de 25 %. Je suppose que les taux d'intérêt baîsseront encore plus rapidement qu'ils ne le feraient normalement.

Je m'attends également à d'autres mesures de stimulation au chapitre de la politique budgétaire au cours des deux prochaines années, et j'ai aussi l'impression que le dollar canadien s'ajustera assez fortement. Toutes ces mesures compenseront en quelque sorte l'impact des tarifs douaniers, mais il ne fait aucun doute qu'il y aura un effet négatif très important pour l'économie canadienne si nous devions faire face à des tarifs de 25 %. Même en adoptant une politique très musclée, nous estimons que ces tarifs réduiront probablement le PIB canadien d'au moins un point de pourcentage.

La présidente : J'aimerais parler de la possibilité d'une récession. Je sais qu'il y a beaucoup d'incertitude. Nous avons parlé des tarifs, de leur taux de mise en œuvre et ainsi de suite. Cette semaine, le gouverneur a dit qu'il ne prévoyait rien de tout cela, mais beaucoup d'autres économistes disent que nous sommes déjà rendus là, techniquement parlant. Quelle est votre évaluation de la situation?

Mr. Porter: Thank you for that question. The governor was actually asked that question directly yesterday about how he would respond to the contention that the economy is in recession. He pointed to the semi-official definition of recession being at least two quarters of negative GDP. We have not gone through that.

I think the one aspect that you could point toward to suggest that we're in a stealth downturn, perhaps, would be looking at per-person GDP. I don't think that's necessarily the perfect measure either. If we look at broad indicators — things like consumer spending, auto sales, home building and that sort of thing — it's just not consistent with what we would consider a traditional recession.

It's definitely been a period of very sluggish growth. It has been a struggle. We have seen the unemployment rate rise over the past year, but it's notable that Canada has actually managed to create a lot of jobs over the past year. In fact, employment growth has been as strong as it has been in the U.S. Instead, what we have seen is that the economy and employment growth have not been able to keep up with the very rapid population growth we've seen, and that is what has tended to drive the unemployment up over the past year and the very strong labour force growth.

It really doesn't fit the traditional definition of recession, but there is no question that it's been a tough period for the Canadian economy in the last couple of years.

The Chair: Thank you.

Senator Ringuette: I would like to have a clearer opinion on the following three questions.

First, in regard to the current mandate of the Bank of Canada, would you support it remaining the same or including a dual mandate in regard to maximum employment?

My second question is in regard to the review period. The current review period is five years. Should it remain at five, or should it be lowered to three to be more in the current moment of the economy?

Third, should there be more external deputies attached to the bank?

Mr. Porter: Thank you for those questions. I might go in reverse, senator. In terms of more external deputies, it's been an interesting development that the bank now has one external deputy governor and is looking for a second one. In part, that's

M. Porter : Je vous remercie de cette question. Hier, on a demandé directement au gouverneur comment il réagirait à l'affirmation selon laquelle l'économie est en récession. Il a souligné que selon la définition semi-officielle d'une récession, il faut au moins deux trimestres de PIB négatif. Or, nous n'en sommes pas là.

Je pense que l'aspect sur lequel on pourrait se concentrer pour dire que nous sommes dans une période de ralentissement furtif, c'est peut-être le PIB par personne. Je ne pense pas que ce soit nécessairement la mesure parfaite non plus. Si nous examinons les indicateurs généraux — comme les dépenses de consommation, les ventes d'automobiles, la construction de logements et ce genre de choses —, la période actuelle ne correspond tout simplement pas à ce que nous considérions comme une récession au sens traditionnel.

Nous vivons assurément une période de croissance très lente. La période récente a été difficile. Le taux de chômage a augmenté au cours de la dernière année, mais il convient de souligner que le Canada a également réussi à créer beaucoup d'emplois au cours de la même période. En fait, la croissance de l'emploi a été aussi forte qu'aux États-Unis. Au lieu de cela, nous avons constaté que l'économie et la croissance de l'emploi n'ont pas pu suivre le rythme très rapide de la croissance démographique, et c'est ce qui a eu tendance à faire augmenter le taux de chômage au cours de la dernière année et qui a causé une très forte croissance de la population active.

Cela ne correspond pas vraiment à la définition traditionnelle d'une récession, mais il ne fait aucun doute que l'économie canadienne a connu une période difficile au cours des dernières années.

La présidente : Merci.

La sénatrice Ringuette : J'aimerais avoir une opinion plus claire en réponse aux trois questions suivantes.

Premièrement, en ce qui concerne le mandat actuel de la Banque du Canada, seriez-vous d'accord pour qu'il reste inchangé ou qu'il y ait un deuxième aspect ajouté au mandat en ce qui a trait au niveau d'emploi maximal?

Ma deuxième question concerne la fréquence d'examen, qui est actuellement fixée à cinq ans. Devrait-elle rester ainsi, ou devrait-on la ramener à trois ans dans la conjoncture économique actuelle?

Troisièmement, devrait-il y avoir plus de sous-gouverneurs externes rattachés à la banque?

M. Porter : Je vous remercie de ces questions. J'y répondrais peut-être dans l'ordre inverse en commençant par la troisième, sénatrice. Pour ce qui est d'avoir un plus grand nombre de sous-gouverneurs externes, il est intéressant de noter que la banque a

in recognition of the difficulties that all central banks have faced with the inflation challenge coming out of the pandemic.

I have to say the bank actually does reach out a lot to the private sector. We have official meetings with the bank at least once a year. They certainly solicit our opinion through other channels on a number of occasions. I'm well aware that they follow what the financial markets are expecting for them. I'm on the C.D. Howe Institute Monetary Policy Council, which tries to suggest what the appropriate Bank of Canada rate would be the week before the bank makes its decision. I understand the Bank of Canada does listen and follow what the council suggests. I actually think there is a fair degree of outreach. In terms of whether they need even more, I would leave that to others, but I think they actually do a reasonably good job of soliciting the opinion of others.

In terms of shifting the mandate from five years to three years, I think, as a general rule, five years is appropriate. You could perhaps make the case that during the exceptional circumstances of COVID and what unfolded on the inflation front when coming out of that, it might not have been the worst idea to have a rethink or relook at whether the mandate was appropriate in a slightly more accelerated pace in the face of those very exceptional circumstances. But I think, as a general rule, five years is about appropriate. More or less, it spans close to what would be a typical economic cycle. Perhaps it's a little shorter than an economic cycle, but I think five years is a reasonable period of time. In some respects, that will lead into your final question.

Overall, I would say the mandate has served us well. It's been relatively successful. That's not to suggest that it can't be slightly changed, tweaked or reviewed. I think it's appropriate to seriously review it every five years and always question whether it is the appropriate way to go. That does play into whether we should look at a dual mandate or not. I personally come down on the side of keeping it as tight and as focused as possible simply because — and I suspect that you've heard this before — they realistically only have one major tool at their disposal, and that is interest rates. Essentially, that means they can effectively only achieve one target.

Initially, when the mandate was set up, the view was that the most positive thing that the Bank of Canada can do for the economy — and that does include employment — is set a very stable and predictable landscape for inflation. I'm not here to tell you that is the be-all and end-all and it is necessarily going to guarantee success, but I think we also have to be careful in not asking too much of monetary policy and expecting too much of it. I do tend to believe that, yes, it's best to stay focused.

maintenant un sous-gouverneur externe et qu'elle en cherche un deuxième. Cela tient en partie au fait que toutes les banques centrales ont dû faire face à des difficultés liées à l'inflation dans la foulée de la pandémie.

Je dois dire que la banque est en contact étroit avec le secteur privé. Nous avons des rencontres officielles avec la banque au moins une fois par année. Ses responsables sollicitent aussi fréquemment notre opinion d'autres façons. Je sais très bien qu'ils suivent les attentes des marchés financiers. Je fais partie du Conseil de la politique monétaire de l'Institut C.D. Howe, qui essaie de suggérer le taux que devrait établir la Banque du Canada dans la semaine qui précède l'annonce de sa décision. Je crois comprendre que la Banque du Canada écoute et suit les recommandations du conseil. En fait, je pense que la banque fait pas mal de sensibilisation. Pour ce qui est de savoir si elle doit en faire davantage, je laisse à d'autres le soin d'en juger, mais je pense que la banque fait un assez bon travail lorsqu'il s'agit de solliciter et d'écouter l'opinion d'autres parties.

Concernant la réduction de la durée du mandat de cinq à trois ans, je dirais qu'en général, un mandat de cinq ans est approprié. Vous pourriez faire valoir qu'en raison des circonstances exceptionnelles de la pandémie et de ce qui s'est passé sur le plan de l'inflation juste après, ce n'aurait pas été une mauvaise idée de se demander si cette durée était appropriée vu la cadence accélérée imposée par ces circonstances très exceptionnelles. En général, toutefois, je pense qu'un mandat de cinq ans est approprié. Cela correspond plus ou moins à un cycle économique type, un peu plus court peut-être, mais je pense que c'est une durée raisonnable. À certains égards, cela m'amène à votre dernière question.

Dans l'ensemble, je dirais que le mandat nous a bien servis. Il a donné d'assez bons résultats. Cela ne veut pas dire qu'on ne peut pas y apporter quelques changements, l'ajuster ou le revoir. Il convient de faire un examen approfondi tous les cinq ans et de toujours se demander si c'est la bonne façon de procéder. Cela fait partie de notre réflexion sur la pertinence d'envisager un double mandat ou non. Personnellement, je pense que le mandat doit être le plus étroit et le plus ciblé possible simplement parce qu'en réalité, les dirigeants de la banque ne disposent que d'un seul outil important — et j'imagine que vous avez déjà entendu cela —, ce sont les taux d'intérêt. En gros, cela signifie qu'ils peuvent atteindre une seule cible à la fois.

Quand ce mandat a été établi, l'idée était que la meilleure chose que la Banque du Canada pouvait faire pour l'économie — et cela inclut l'emploi —, c'était d'instaurer un contexte très stable et prévisible pour l'inflation. Je ne suis pas ici pour vous dire que c'est la panacée et que c'est nécessairement un gage de succès, mais je pense qu'il faut éviter de trop demander à la politique monétaire et de trop compter sur elle. J'ai tendance à croire qu'il vaut mieux garder le cap.

I like the slight tweak that they made the last time to also be conscious of what's going on with employment and to keep an eye on it just to ensure that the balance hasn't tipped too far in one direction or the other. Maybe that's the appropriate way to look at it, but, in general, my short answer would be that I do think it's been generally successful over the 30 years that we've been doing it. I wouldn't be in favour of making big changes to the mandate.

The Chair: Thank you very much.

Senator Yussuff: Other central banks in a number of other places have changed the mandate of their central bank, and whatever measurement or metric you're using to evaluate, it seems to have done very well, despite the fact that they've added a dual mandate to their responsibility. I hear what you and your colleagues are saying, but if that were the case, given what we can look at and measure from other experiences, this does not in any way take away from what the bank's core mandate is in terms of managing inflation.

At the same time, recognizing that we do want to ensure that the economy and Canadians in general have jobs, we need to figure that out, recognizing that the bank only has one tool. It's an important tool because if that tool is used in a way that could cause a lot of grief to individuals and companies in borrowing money, it's going to have an impact. It's not a neutral tool. It's a tool that does a lot of things, and it depends on how aggressive the bank is when it takes advantage of that tool. In this case, it is to get inflation down.

Other mandates of other central banks seem to have been easily accommodated and serve the purpose of what their political institution has made as a decision. If we were to do that here, it wouldn't be in any way a dramatic addition to the bank's responsibility, would it?

Mr. Porter: Thank you, senator. It wouldn't be a dramatic change; that's true. I would submit that, ultimately, the Bank of Canada, of course, wants the most success for the Canadian economy in any event, and that does include as low an unemployment rate as possible.

I believe an earlier witness had suggested that over time, what we would view as full employment or a successful unemployment rate has changed. For instance, when I first started following the economy, it was seen that an 8% unemployment rate was the neutral or natural rate of unemployment back in the 1980s. That would have been seen as a great success for the economy. Now I think we would view an 8% unemployment rate as being a very unsuccessful level of unemployment.

It's been a floating target over the years, and to a great deal, it can change with the demographics.

Je suis d'accord avec le dernier ajustement mineur effectué par la banque pour tenir compte de l'évolution de l'emploi et surveiller la situation afin que le balancier ne penche pas trop d'un côté ou de l'autre. C'est probablement la bonne façon de voir les choses, mais ma réponse courte, c'est que nous procérons de cette manière depuis 30 ans, généralement avec succès. Je ne suis donc pas favorable à l'idée d'apporter un changement majeur au mandat.

La présidente : Merci beaucoup.

Le sénateur Yussuff : D'autres pays ont modifié le mandat de leur banque centrale et, peu importe l'indicateur ou la mesure que vous utilisez pour évaluer cela, ce changement semble avoir donné de très bons résultats, même s'ils ont élargi la responsabilité de leur banque en lui confiant un double mandat. J'entends ce que vous et vos collègues dites, mais si c'était le cas, d'après ce que nous pouvons observer et mesurer de l'expérience d'autres pays, cela n'enlève rien au mandat fondamental de la banque qui consiste à gérer l'inflation.

Parallèlement, comme nous voulons nous assurer que notre économie se porte bien et que les Canadiens ont des emplois, nous devons réfléchir à cela, tout en sachant que la banque ne dispose que d'un seul outil. Il s'agit d'un outil important parce que s'il est utilisé de manière à causer d'importants préjudices aux particuliers et aux entreprises qui empruntent de l'argent, il y aura des répercussions. Ce n'est pas un outil neutre. Il peut être utilisé à diverses fins, selon que la banque décide d'en tirer parti de manière plus ou moins audacieuse. Dans le cas qui nous occupe, l'objectif est de faire baisser l'inflation.

Le mandat d'autres banques centrales semble avoir été ajusté assez facilement et servir le but que leur institution politique s'est fixé. Si nous faisions la même chose ici, cela n'alourdirait pas beaucoup la responsabilité de la banque, n'est-ce pas?

M. Porter : Je vous remercie, sénateur. Ce ne serait pas un gros changement, c'est vrai. En fin de compte, la Banque du Canada souhaite évidemment que l'économie canadienne se porte le mieux possible, notamment que le taux de chômage soit le plus bas possible.

Un témoin précédent a laissé entendre que notre notion du plein emploi ou d'un taux de chômage satisfaisant a évolué avec le temps. Quand j'ai commencé à analyser l'économie, dans les années 1980, on considérait que 8 % était un taux de chômage normal ou neutre. C'était perçu comme un taux très positif pour l'économie. Aujourd'hui, nous considérons que 8 % est un taux de chômage très insatisfaisant.

C'est une cible flottante qui peut varier grandement en fonction de la démographie.

I would be a little bit concerned about trying to achieve both an inflation target and a specific unemployment rate target at the same time. As I suggested earlier, I think their latest tweak in the last mandate to also consider the level of unemployment and to try to achieve as full employment as possible within the inflation targeting is probably a good way to do it without getting tied up on a particular figure.

I would stress again that I do believe that, ultimately, the bank's view — and I would tend to agree — is that having a stable inflation mandate, achieving the 2% inflation rate, is probably one of the best things that monetary policy can do to help achieve a relatively low unemployment rate.

It just so happens that in recent years, those two have been somewhat in conflict coming out of COVID. We were in a situation in 2022 when we probably had the tightest or healthiest job market that I have ever seen and that many of us have ever seen. The unemployment rate got below 5%. We had more than a million vacant jobs at one point, which is as many people as there were unemployed. We had not seen such a tight unemployment rate.

Unfortunately, at the same time, we also had the highest inflation rate that we had seen in 40 years. Clearly, at that point, those two goals were somewhat in conflict. Had we stayed at such a tight job market, it probably would have meant that inflation would have been sustained at those high levels for some time. Unfortunately, policy had to work to somewhat loosen the job market to bring down inflation.

Senator Fridhandler: I believe that under Governor Macklem, the bank has made a significant stride forward in improving their transparency and reporting to the public. I would like to hear your views on that and whether you think there are other things that the Bank of Canada might address to continue to improve on this subject.

Mr. Porter: Thank you, senator.

It's interesting how the communication strategy has evolved over the years. In general, I would say the Bank of Canada has become much more open, much more transparent and much more involved with the public. Overall, those are positive moves.

For instance, it was only a little bit more than 20 years ago when the bank first moved to the so-called fixed action dates where they had specific dates on which they changed interest rates. In the 1980s and 1990s, they could basically change them whenever. It actually caused a great deal of uncertainty in financial markets and to the public more broadly.

The bank has increasingly done more of an outreach program. It gives many more public speeches, for instance, to chambers of commerce around the country. The press conferences are

Je serais un peu plus inquiet si nous cherchions à atteindre simultanément une cible d'inflation et un taux de chômage précis. Comme je l'ai mentionné tout à l'heure, le léger ajustement que la banque a récemment apporté au cours de son dernier mandat pour tenir compte du niveau de chômage et essayer d'atteindre le plein emploi, tout en respectant le plus possible la cible d'inflation, était probablement une bonne chose à faire. Elle n'était pas tenue d'atteindre un chiffre à tout prix.

Je tiens à rappeler que la banque s'est donné comme objectif — et je suis d'accord — de stabiliser l'inflation à un niveau de 2 %. C'est probablement l'une des meilleures choses que la politique monétaire peut faire pour ramener le taux de chômage à un niveau relativement bas.

Depuis la fin de la pandémie de COVID, ces deux objectifs ont été un peu contradictoires. En 2022, nous avions probablement le taux d'emploi le plus serré ou le plus sain que je n'avais jamais vu auparavant, tout comme bon nombre d'entre nous. Le taux de chômage est passé sous la barre des 5 %. À un moment donné, nous avions plus d'un million d'emplois vacants, un nombre égal au nombre de chômeurs. Le taux de chômage n'avait jamais été aussi serré.

Au même moment, hélas, nous avions également le taux d'inflation le plus élevé des 40 dernières années. Il est clair que ces deux objectifs étaient conflictuels. Si le marché du travail était resté aussi serré, cela aurait probablement eu pour effet de maintenir l'inflation à ces niveaux élevés pendant un certain temps. Malheureusement, la politique a dû assouplir le marché de l'emploi pour faire baisser l'inflation.

Le sénateur Fridhandler : Sous la direction du gouverneur Macklem, la Banque du Canada a fait de grands progrès pour être plus transparente et rendre des comptes à la population. Quel est votre avis à ce sujet et avez-vous d'autres mesures à proposer pour que la banque continue à s'améliorer sur ce plan.

M. Porter : Je vous remercie, sénateur.

La stratégie de communication a évolué de manière intéressante depuis quelques années. En général, je dirais que la Banque du Canada est devenue beaucoup plus ouverte et transparente et davantage engagée auprès du public. Ce sont là des changements positifs.

Il y a une vingtaine d'années, par exemple, la banque a commencé à modifier les taux d'intérêt à des dates d'intervention fixes, comme nous les appelons. Dans les années 1980 et 1990, elle pouvait les modifier à tout moment, ce qui suscitait une grande incertitude au sein des marchés financiers et de la population.

La banque s'est dotée d'une sorte de programme de communication. Les dirigeants font de plus en plus de discours publics, notamment devant les chambres de commerce du pays.

relatively new. Even speaking after each and every decision is a very new development that's really only happened under Mr. Macklem.

There is also the summary of deliberations, which has only begun recently. Those give us an idea of what was discussed at each interest rate decision.

It's been steady progress over the years toward being much more open and transparent. I would say that's positive overall. To your point, it has improved even further under Mr. Macklem.

I would say that it's not that you want to keep some mystery; they can't be completely open simply because, frankly, the future is unknown. They don't want to lay all their cards on the table, because circumstances can change very dramatically. They certainly don't want to be making promises they can't keep and making directions that circumstances and events can push offside.

I wonder if we haven't actually reached the point of maximum reasonable openness and transparency. I'm really not sure what else we could ask of the central bank at this point — maybe a few more speeches per year. We certainly get a lot of speeches from the Federal Reserve, but I would say, overall, it's been a very positive move. They are much more open than, say, even 20 years ago.

Senator Fridhandler: I have a follow-up going back to Senator Ringuette's question about deputy governors. Are we sufficiently represented within the executive levels of the Bank of Canada for regional diversity in this country, or should we be mandating that deputy governors be appointed from the various regions of the country?

Mr. Porter: Thank you.

As I understand it, they do endeavour to have as much diversity as they can regionally and in other ways, but with a relatively small group of deputies, you're not necessarily going to adequately represent absolutely every portion of the country.

To some extent, that plays back into the debate that's been going on for many decades, really, and that is this: How does monetary policy respond to regional variations within the economy? That has been an issue that has come and gone. Of course, that's probably worthy of an entire panel unto itself, getting into that topic.

It's interesting that over time, though, the regional variations within the Canadian economy have actually narrowed quite substantially. One thing we've been pointing to is the very narrow difference — one way to capture it is just by looking at

Les conférences de presse sont une forme d'intervention relativement nouvelle. La prise de parole après chacune des décisions prises est même devenue un exercice courant sous la direction de M. Macklem

La publication des résumés des délibérations du conseil de direction est aussi un phénomène récent. Ces résumés nous donnent une idée des décisions qui ont présidé à chaque décision relative aux taux d'intérêt.

La banque n'a cessé de faire des progrès en matière d'ouverture et de transparence. C'est positif dans l'ensemble. Pour revenir à ce que vous disiez, ce changement s'est accéléré sous la direction de M. Macklem.

L'idée n'est pas de laisser planer le mystère, mais la banque ne peut être totalement ouverte, parce que nous ne connaissons pas l'avenir, tout simplement. Les dirigeants ne veulent pas dévoiler toutes leurs cartes, car la situation peut changer radicalement. Ils ne veulent pas faire de promesses qu'ils ne pourront tenir ni donner des directives que les circonstances et les événements risqueraient de démentir.

Nous sommes peut-être arrivés à la limite raisonnable de l'ouverture et de la transparence. Je ne vois pas ce que nous pourrions demander de plus à la banque centrale en ce moment, à part, peut-être, quelques déclarations publiques de plus par année. Il est vrai que les dirigeants de la Réserve fédérale américaine font beaucoup de discours, ce qui est une initiative très positive, à mon avis. Ils sont beaucoup plus ouverts qu'ils ne l'étaient il y a une vingtaine d'années.

Le sénateur Fridhandler : Pour revenir à la question de la sénatrice Ringuette au sujet des sous-gouverneurs, j'aimerais savoir si la diversité régionale de notre pays est bien représentée au sein de la direction de la Banque du Canada ou s'il y aurait lieu de désigner des sous-gouverneurs issus des diverses régions du pays?

M. Porter : Merci.

D'après ce que je comprends, la direction cherche à représenter la diversité régionale par d'autres moyens. Avec un groupe relativement restreint de sous-gouverneurs, il est difficile de représenter adéquatement toutes les régions du pays.

C'est un sujet qui fait débat depuis de nombreuses décennies. En fait, nous devons plutôt nous demander comment la politique monétaire réagit aux variations régionales au sein de l'économie. C'est une question qui se pose par intermittence. Bien sûr, il vaudrait probablement la peine de demander à un groupe d'experts de se pencher là-dessus.

Il est toutefois intéressant de signaler que les disparités régionales au sein de l'économie canadienne se sont beaucoup atténuées avec le temps. Nous avons déjà souligné cet écart très étroit. Pour le comprendre, il suffit d'examiner les taux de

the unemployment rates between the various provinces. The difference between the highest and lowest unemployment rates in the country is about as narrow as we've ever seen. The variations in the economy have really narrowed, and that also goes in terms of growth rates.

Of course, when you get big movements in commodity prices, you can have more marked regional variations, but in recent years, there really has not been much difference between the regions on the economic side.

In general, the Bank of Canada's view — and I would tend to agree — is that we can only set one monetary policy. It really has to be set for the country's economy as a whole. To some extent, it's up to fiscal policy and, yes, even provincial fiscal policy to help smooth out some of the big regional differences that can develop. It's a tough job for monetary policy to affect different regions of the country. I do think the appropriate response is to respond to how the overall macro economy is doing for the country as a whole, with the recognition that certain areas of the country might be doing exceptionally poorly or exceptionally well in certain circumstances, and take that on board when policy is being set.

The Chair: I just have a few quick follow-up points here. On the summary of deliberations, we've also heard testimony that the Chatham House Rule is there for a reason, because it would inhibit and restrict debate, and people would stop putting more interesting or radical ideas on the table if those discussions were to be directly tied to them by name. Do you share that concern?

Mr. Porter: Yes, Madam Chair, I do share that concern. Having the comments anonymous is appropriate in the summary of deliberations.

It's interesting. They are relatively new. I think we're finding our way. Even as financial market analysts, we're finding our way in terms of how to use them and how to read them. I think in the limited time period that we've had, they actually have proven to be somewhat helpful. There was one period where we did see some mild disagreement within the governing council on what was the best way to proceed. It was actually interesting news to the public that there was a little bit of disagreement developing — reasonably so, I would say. Of course, the economy is a complex thing, and reasonable people can have differences.

But it helped in sorting out which way the bank and the minority opinion were leaning.

The Chair: Again, on your quick comment about the appointment of deputies, I think everybody is pleased that there are more, but that, again, is a decision of the governor. Do you think those appointments should be subject to parliamentary

chômage d'une province à l'autre. L'écart entre le taux de chômage le plus élevé et le plus bas au pays est plus étroit que jamais auparavant. Les écarts économiques ont vraiment diminué, et on peut dire la même chose des taux de croissance.

Évidemment, s'il se produit des fluctuations importantes dans les prix des produits de base, les écarts entre les régions peuvent être plus marqués, mais ces dernières années, il n'y a pas eu d'écarts marqués d'une région à l'autre sur le plan économique.

En général, la Banque du Canada est d'avis — et j'aurais tendance à être d'accord — que nous ne pouvons avoir qu'une seule politique monétaire. Nous devons l'établir pour l'économie globale du pays. Dans une certaine mesure, c'est la politique financière et même la politique fiscale des provinces qui doivent contribuer à atténuer une partie des écarts régionaux susceptibles de survenir. La politique monétaire peut difficilement agir dans les différentes régions du pays. Selon moi, son rôle est de réagir à la situation macroéconomique générale du pays, tout en tenant compte du fait que certaines régions du pays pourraient s'en tirer exceptionnellement mal ou exceptionnellement bien dans certaines circonstances, et de tenir compte de cela au moment d'établir sa politique.

La présidente : Permettez-moi d'intervenir brièvement au sujet du résumé des délibérations. Des témoins nous ont expliqué que la règle de Chatham House s'applique pour la simple raison qu'elle permet la tenue d'un débat sans entrave ni restriction. Autrement, les participants hésiteraient à proposer des idées plus intéressantes ou plus radicales si leur nom était révélé. Partagez-vous cette préoccupation?

M. Porter : Oui, madame la présidente, je la partage. Il est préférable que les commentaires demeurent anonymes dans le résumé des délibérations.

C'est intéressant. C'est une initiative assez nouvelle. Je pense que nous sommes en train de trouver notre voie. Même en tant qu'analystes des marchés financiers, nous sommes en train d'apprendre à lire ces résumés et à trouver une façon de les utiliser. Même si nous y avons accès depuis peu de temps, je pense que leur utilité est déjà démontrée. À un certain moment, nous avons constaté un léger désaccord au sein du conseil d'administration sur la meilleure façon de procéder. En fait, c'était une nouvelle intéressante pour le public d'apprendre qu'il y avait un léger désaccord, un désaccord raisonnable, je dirais. Bien sûr, l'économie est une chose complexe et les gens raisonnables peuvent avoir des divergences d'opinions.

Ces publications nous ont permis de voir de quel côté penchaient la banque et l'opinion minoritaire.

La présidente : Pour revenir à votre bref commentaire sur la nomination des sous-gouverneurs, je pense que tout le monde se réjouit qu'ils soient plus nombreux, mais il reste que c'est le gouverneur qui les choisit. Pensez-vous que ces nominations

scrutiny and — well, maybe not final decision making — questioning in public and that such be mandatory?

Mr. Porter: That's an interesting question. I would say that some degree of getting to know the new deputy governor by the public would not be a bad thing. I would not be against at least some introduction at an official level.

The Chair: Great. Thank you for that.

Senator Gignac: Welcome, Mr. Porter. Since both of us, as chief economists, have attended over the years the annual meeting of the Bank of Canada, I'm so glad you have accepted our invitation.

We have three aspects in our special study that we're analyzing. The third one is regarding the core inflation measures. They have changed the concept over the years. It was CPIX and then CPI-trim and CPI-common among others. Could you elaborate for the committee regarding the importance and the role of core inflation in monetary policy?

From time to time, the governor seems to focus on overall inflation, and from time to time, it's core inflation. Yesterday, in the opening press release, they said that they will watch core inflation in the coming months. Could you elaborate on how important this concept is and if the one they're using currently is the right one? That's CPI-trim and CPI-median.

Mr. Porter: Thank you for those questions, senator. It's good to see you as well.

I understand this came up in the prior panel. Just to be clear, of course, what the Bank of Canada targets and ultimately what matters is headline inflation. To reiterate why they look at measures of core inflation, it's more as a guide almost for themselves to not be swayed by some temporary developments that can temporarily push up headline inflation. For instance, even a change in the GST can have a temporary effect on headline inflation. Traditionally, central banks have tended to take out some volatile items, especially things like gasoline and food prices, because a big run-up one month can easily be reversed the next month. That's why they tend to also look at core inflation measures.

Having said that, I am personally of the view that the more straightforward, the better. The simpler they keep things, the better. The more consistent they remain on that front, the better. I also happen to believe that headline inflation is, at least, as important as any measure of core inflation because, ultimately, that's what individual Canadians and businesses face on a day-

devraient faire l'objet d'un examen parlementaire public — sans que la décision soit définitive — et que ce processus devienne obligatoire?

M. Porter : C'est une question intéressante. À mon avis, ce serait une bonne chose que le public apprenne à connaître les nouveaux sous-gouverneurs. Je ne m'opposerais pas à ce qu'ils soient présentés officiellement.

La présidente : Excellent. Je vous remercie de cette réponse.

Le sénateur Gignac : Monsieur Porter, soyez le bienvenu. Comme nous avons tous les deux assisté, en tant qu'économistes en chef, aux assemblées annuelles de la Banque du Canada, je me réjouis que vous ayez accepté notre invitation.

Nous analysons trois éléments dans le cadre de notre étude spéciale. Le troisième concerne les mesures de l'inflation fondamentale. Les mesures ont changé au fil des années. C'était d'abord l'indice IPCX, qui a été remplacé par l'IPC-tronq, puis par l'IPC-comm, parmi d'autres. Pourriez-vous expliquer au comité l'importance et le rôle de l'inflation fondamentale dans la politique monétaire?

Le gouverneur semble parfois concentrer son attention sur l'inflation globale et, d'autres fois, sur l'inflation fondamentale. Hier, dans le communiqué de presse d'ouverture, les dirigeants ont dit qu'ils surveilleront l'inflation fondamentale au cours des prochains mois. Pourriez-vous nous dire dans quelle mesure ce concept est important et si l'indice que la banque utilise actuellement est le bon? Je veux parler de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd.

M. Porter : Je vous remercie de ces questions, sénateur. Je suis heureux de vous revoir également.

Je crois comprendre que cette question a été soulevée par les témoins du groupe précédent. Pour être bien clair, ce que la Banque du Canada vise et, au bout du compte, ce qui importe, c'est l'inflation globale. Je répète que s'ils analysent les mesures de l'inflation globale c'est davantage pour s'en servir comme guide et pour éviter d'être distraits par certaines circonstances ponctuelles qui risquent de faire grimper l'inflation globale temporairement. Par exemple, une modification de la TPS peut avoir un effet temporaire sur l'inflation globale. Les banques centrales ont toujours eu tendance à éliminer certains éléments volatils, surtout la hausse des prix de l'essence et des aliments, parce qu'une forte hausse établie un mois peut facilement être inversée le mois suivant. C'est pourquoi la banque a tendance à s'appuyer sur des mesures d'inflation fondamentales.

Personnellement, je trouve que plus la mesure est simple, mieux c'est. Nous devons privilégier la simplicité. Plus la banque est cohérente sur ce front, mieux c'est. Je pense aussi que l'inflation globale est tout aussi importante que n'importe quelle autre mesure parce qu'en fin de compte, c'est ce à quoi les particuliers et les entreprises sont confrontés quotidiennement.

by-day basis. They do not have to deal with core inflation. They have to deal with overall inflation. When talking about the cost of living, that's really what matters, and that should be what they target. I personally do not have a preferred measure of core inflation. I prefer consistency, though. I also prefer simplicity. The more straightforward, the better.

If we think back to the history of why CPIX — which takes out eight specific volatile items — was abandoned, it was because of one episode about 20 years ago where auto insurance rates shot up for a small period of time. They were included in the core inflation measure. At that time, it led to somewhat of what I would say was a bit of a policy error, where interest rates were raised when they weren't going up in the U.S. It led to a large rise in the Canadian dollar. Then auto insurance rates backed off a lot, core inflation fell abruptly and they ended up unwinding those increases in interest rates. In hindsight, it did look like a policy error, and they thought that particular measure of core inflation had led them astray. They then began to follow other measures like CPI-median and CPI-trim.

Of the ones that they are focusing on — CPI-trim and CPI-median — I like CPI-median. It's relatively straightforward. It's fairly easy to explain. I'm not sure any of them are that easy to explain, but it's relatively easy to explain, and it does have a relatively good track record over time. My bias would be to stick with what you're using and not make a lot of changes. Even though I would not have necessarily picked CPI-median as the go-to core rate initially, now that the bank is focusing on it, I probably would stick with it.

Senator Gignac: For my next question, I will shift topics. It's not the core of our special study, but since you are a very well-respected chief economist with a big bank, I'm just curious about your view regarding the role of the Bank of Canada and macroprudential measures. Do you believe the Bank of Canada shall play a leading role in macroprudential measures? If we're to have more supply shock, it's possible it would be more related to macroprudential measures than monetary policy. Are you satisfied with the way it's done in Canada?

I thought at some point that somebody was asleep at the switch to allow half of the households with a variable rate to go up when the interest rate was at 2%, and they were screwed up in the following two years. It seemed that nobody was accountable regarding the macroprudential measures two years ago.

Ils n'ont pas à composer avec l'inflation fondamentale, mais avec l'inflation globale. Quand nous parlons du coût de la vie, c'est vraiment l'inflation globale qui compte et c'est ce que la banque doit cibler. Personnellement, je n'ai pas de mesure préférée, mais je privilégie toutefois la cohérence et la simplicité. Plus c'est simple, mieux c'est.

Rappelons-nous pourquoi l'indice des prix à la consommation IPCX — qui élimine huit éléments volatils précis — a été abandonné il y a une vingtaine d'années. C'est parce que les taux d'assurance automobile avaient grimpé en flèche sur une courte période. Ces taux étaient pris en compte dans la mesure de l'inflation fondamentale. À l'époque, cette mesure a conduit à ce que je qualifierais d'erreur stratégique : les taux d'intérêt ont bondi, alors qu'ils n'augmentaient pas aux États-Unis. Cela a entraîné une forte hausse du dollar canadien. Par la suite, les taux d'assurance automobile ont beaucoup diminué, l'inflation fondamentale a chuté abruptement et la banque a fini par annuler les hausses des taux d'intérêt. Rétrospectivement, cela semble avoir été une erreur stratégique, et les dirigeants de la banque ont pensé avoir été fourvoyés par cette mesure d'inflation fondamentale. Ils ont ensuite commencé à s'appuyer sur d'autres mesures comme l'IPC-méd l'IPC-tronq.

Entre l'IPC-tronq et l'IPC-méd, je préfère la deuxième mesure. Elle est relativement simple et facile à expliquer. En fait, je pense qu'aucune des deux n'est facile à expliquer, mais la deuxième l'est davantage et elle a donné un bon résultat au fil des ans. J'aurais donc tendance à garder celle que vous utilisez déjà, sans y apporter beaucoup de changements. Je n'aurais pas nécessairement choisi l'IPC-méd pour mesurer l'inflation fondamentale initialement, mais maintenant que la banque l'utilise, je m'y tiendrais probablement.

Le sénateur Gignac : Ma prochaine question porte sur un autre sujet. Ce n'est pas le sujet principal de notre étude spéciale, mais puisque vous êtes un très éminent économiste en chef dans une grande banque, j'aimerais avoir votre avis sur le rôle de la Banque du Canada et les mesures macroprudentielles. Pensez-vous que la Banque du Canada doit jouer un rôle de premier plan dans les mesures macroprudentielles? Si jamais de nouvelles perturbations de l'offre se produisaient, pourraient-elles être davantage liées à des mesures macroprudentielles qu'à la politique monétaire? Êtes-vous satisfait de la façon dont ces mesures sont appliquées au Canada?

À un moment donné, je me suis demandé si quelqu'un ne s'était pas endormi aux commandes pour permettre à la moitié des ménages bénéficiant d'un taux variable de passer à un niveau supérieur quand le taux d'intérêt s'établissait à 2 %. Les deux années suivantes ont été éprouvantes pour eux. Il semble que personne n'ait été tenu responsable de ces mesures macroprudentielles prises il y a deux ans.

Mr. Porter: Thank you for that question. That, of course, is a very broad debate. I think I will focus on what I believe you're driving at, which is basically the huge rise in home prices during COVID, as well as the 50% increase that we saw in the space of two years and the severe deterioration in affordability on the housing side that we're still faced with even to this day.

My general view is that the Bank of Canada should take home prices and what's going on in the housing market into much greater account when setting policy. I appreciate that in some respects, that's in conflict with what I said earlier about focusing on one tool, one target. But I happen to believe that when we think of the cost of living more broadly, looking beyond the inflation mandate, of course, home prices and the cost of housing are captured in a very particular way in the CPI, but it can have a much broader impact on the overall view or perception of what inflation is among the general population. It has a real impact in terms of the actual cost of living, not just the perception, for the typical consumer or household.

To the extent to which home prices skyrocketed during the pandemic, I think that was a very unfortunate episode. Yes, I do believe that the Bank of Canada ultimately should take what's going on in the housing market into much greater extent than they do when setting policy.

Senator Gignac: In Canada, the Minister of Finance is basically the chair, if I understand correctly, of the Department of Finance which has this kind of macroprudential measure. In the U.K., it's the Bank of England that holds that aspect. Is that correct?

Mr. Porter: I believe that is correct, yes.

Senator Gignac: Thank you.

Senator Varone: Thank you for being here, Mr. Porter. When President Trump began his first term, the Canadian dollar was flirting around an 80-cent exchange rate. As he begins his second term, we're now at 70 cents and flirting thereabouts.

If tariffs are imposed, generally speaking, the first casualty is employment. Having said that, are there enough tools in the Bank of Canada's tool box to adjust to these circumstances? Just having interest rates, to me, seems like we're not prepared enough. Anything can happen here.

Mr. Porter: Thank you for that question. I would suggest that you're right that monetary policy can only do so much in a trade war. I guess that's the way I would respond to that question. The reality is the Bank of Canada's monetary policy simply is not in a position to fully respond to the threat of tariffs. That's through zero fault of their own. It's just the reality. We would need all sorts of different responses. I think some of it would be fiscal.

M. Porter : Merci pour cette question. Il s'agit là d'un débat très vaste. Je vais insister surtout sur le point où vous voulez en venir, c'est-à-dire la hausse vertigineuse des prix de l'immobilier durant la pandémie de COVID ainsi que l'augmentation de 50 % observée en l'espace de deux ans et la grave détérioration de l'abordabilité du logement, une crise qui perdure aujourd'hui.

À mon avis, la Banque du Canada devrait tenir davantage compte des prix des logements et de l'évolution du marché immobilier quand elle établit sa politique. Je comprends qu'à certains égards, cela va à l'encontre de ce que j'ai dit plus tôt au sujet de la nécessité de se concentrer sur un seul outil, une seule cible. Je crois cependant qu'en ce qui concerne le coût de la vie en général, au-delà du mandat de juguler l'inflation, bien sûr, l'IPC tient rigoureusement compte des prix de l'immobilier et du coût du logement, mais cela peut avoir une incidence beaucoup plus vaste sur la perception générale de l'inflation au sein de la population. Cela a une incidence concrète sur le coût réel de la vie, et pas seulement sur la perception qu'en a le consommateur ou le ménage type.

La hausse vertigineuse des prix des maisons durant la pandémie était, selon moi, un épisode très déplorable. Oui, je crois que la Banque du Canada devrait prendre beaucoup plus au sérieux ce qui se passe sur le marché immobilier quand elle établit des politiques.

Le sénateur Gignac : Au Canada, le ministre des Finances est essentiellement le président du conseil de direction, si je comprends bien, du ministère des Finances qui applique ce genre de politique macroprudentielle. Au Royaume-Uni, c'est la Banque d'Angleterre qui joue ce rôle. Est-ce exact?

M. Porter : Je pense que oui, c'est exact.

Le sénateur Gignac : Merci.

Le sénateur Varone : Je vous remercie d'être ici, monsieur Porter. Quand le président Trump a entamé son premier mandat, le taux de change du dollar canadien était autour de 80 ¢. À l'aube de son deuxième mandat, il se situe à environ 70 ¢.

En général, quand des tarifs douaniers sont appliqués, la première victime est l'emploi. La Banque du Canada a-t-elle suffisamment d'outils à sa disposition pour s'adapter à ces circonstances? Si elle ne dispose que des taux d'intérêt, il me semble alors que nous ne sommes pas suffisamment préparés. Tout peut arriver ici.

M. Porter : Je vous remercie de cette question. Vous avez raison de dire que la politique monétaire joue un rôle limité dans une guerre commerciale. C'est ce que je vous répondrais, je suppose. La réalité, c'est que la politique monétaire de la Banque du Canada n'est tout simplement pas en mesure de réagir efficacement à la menace des droits de douane. Ce n'est pas une lacune, c'est simplement la réalité. Nous aurions besoin de

Some of the response, as I indicated earlier, would come through the exchange rate.

To your point, the exchange rate is at just a little bit over 70 cents, and it is about as low as we've seen in the last 20 years. The only other two episodes where it's been weaker were during the depths of COVID, or in the early days of it, and when oil prices crashed in 2015 and 2016. This is a period of weakness for the Canadian dollar. It's not by any means a record low. That was in 2002 when it got below 62 cents at one point. The common denominator through many of those episodes and one of the reasons the Canadian dollar is weak now is because, on the flip side, the U.S. dollar is very strong broadly.

It's interesting. I was pointing out yesterday that the Canadian dollar in recent weeks and months has actually strengthened against the Australian dollar, and that's even though Australia has not changed their interest rates at all. Their interest rates are higher than Canada's interest rates right now, and Australia has not been threatened with tariffs. It's interesting that much of the movement we've seen on the Canadian dollar since the election and even just before the election is just the flip side of a broader rise in the U.S. dollar.

While it's certainly notable that the Canadian dollar has weakened a lot, I would suggest this is as much a broadly strong U.S. dollar story as it is a weak Canadian dollar story.

In response to your main question about the Bank of Canada's response, realistically there's one major tool they have, and I think they would use it. If we were to be hit by tariffs, they would support the economy as much as they could. I suspect that would mean much lower interest rates than would otherwise be the case, if Canada were faced with tariffs.

The Chair: Thank you very much.

Senator Yussuff: Right on the heels of this, I guess in this context, if there is a significant tariff imposed by the U.S., the dollar would be a saving grace in terms of our exports trying to stabilize the economy because our products would be very attractive for foreign markets. For that matter, for Americans having to pay that tariff, they certainly will be able to buy Canadian products. It's kind of a double-edged sword on one hand. The import of stuff would be more expensive, but at the same time, given we're so reliant on exports, the dollar could be a saving grace in at least smoothing out some of the challenges we could face with tariffs.

mettre en place toute une gamme de mesures. Une partie de ces mesures serait de nature fiscale. Une autre partie, comme je l'ai dit plus tôt, serait liée au taux de change.

Pour revenir à ce que vous disiez, le taux de change est légèrement supérieur à 70 ¢, soit l'un des taux les plus bas des 20 dernières années. Les deux seuls autres épisodes où il a été plus faible, c'est au plus fort ou au tout début de la pandémie de COVID et au moment de l'effondrement des prix du pétrole, en 2015 et 2016. Le dollar canadien traverse une période de faiblesse, mais nous sommes loin du record enregistré en 2002, quand il est passé sous la barre des 62 ¢. Le dénominateur commun de bon nombre de ces épisodes et l'une des raisons pour lesquelles le dollar canadien est faible maintenant, c'est que le dollar américain est très fort.

C'est intéressant. Je faisais remarquer hier que le dollar canadien s'est en fait raffermi ces dernières semaines et ces derniers mois par rapport au dollar australien, et ce, même si l'Australie n'a pas du tout modifié ses taux d'intérêt qui sont actuellement plus élevés que ceux du Canada. L'Australie n'est pourtant pas menacée par les droits de douane. Il est intéressant de noter que les fluctuations du dollar canadien depuis les élections et même avant sont, en fait, le revers d'une hausse généralisée du dollar américain.

Il est indéniable que le dollar canadien s'est beaucoup affaibli, mais je dirais que c'est parce que le dollar américain connaît un sommet historique et que le dollar canadien est dans un creux historique.

Pour répondre à votre question au sujet de la réponse de la Banque du Canada, il est réaliste de dire qu'elle dispose d'un outil important et je pense qu'elle l'utilisera. Si nous devions être frappés par les droits de douane, la banque soutiendrait l'économie dans la mesure du possible. Cela signifierait que, si le Canada était confronté à des droits de douane, les taux d'intérêt seraient beaucoup plus bas qu'ils ne le seraient autrement.

La présidente : Merci beaucoup.

Le sénateur Yussuff : Pour continuer sur cette lancée, je suppose que dans ce contexte, si les États-Unis imposent des droits de douane élevés, la faiblesse du dollar serait une bonne nouvelle pour nos exportations. Nos produits deviendraient alors très attrayants pour les marchés étrangers, ce qui contribuerait à stabiliser l'économie. D'ailleurs, s'ils doivent payer ces droits, les Américains pourront certainement acheter des produits canadiens. C'est en quelque sorte une arme à double tranchant. L'importation de produits serait plus coûteuse, mais en même temps, comme nous comptons largement sur nos exportations, un dollar faible pourrait aplatiser certains des défis auxquels nous pourrions faire face avec les droits de douane.

Mr. Porter: Yes, senator, that's exactly the way I see it. To be clear, I don't think the currency would depreciate enough to fully offset the tariff. I think it would be a shared burden by the economy. Some of it would be paid by U.S. consumers, some would be absorbed by our producers and some would come through a weaker exchange rate which, to some extent, makes our buying power overall weaker. It likely would lead to some upward pressure on imported goods. We see it almost immediately, for instance, in gasoline prices and some food prices — for what we import on that front, we would see some higher inflation.

It would not be a positive circumstance at all for the economy were we to be faced with broad-based tariffs. I think that's something we can all agree on. Yes, we would probably be left with, as I said, a depreciated currency, a somewhat lower standard of living through that lower currency and probably somewhat weaker government finances as well as we respond to the tariffs.

Senator Loffreda: Mr. Porter, the last question I'd like to ask is this: Some countries have explored alternative approaches to fiscal and monetary policy. Are there any lessons for Canada from these alternative frameworks, such as modern monetary theory, people's quantitative easing or helicopter money, debt monetization and sovereign wealth funds? You already discussed the dual mandate. Are there any lessons we can learn from these methods that have been explored by other countries? Each one carries risks and opportunities obviously. We don't have the time to get into that, but is there anything that comes to mind?

Mr. Porter: Thank you, senator. It's interesting; just before the pandemic, a very hot topic was the one you referenced: modern monetary theory. I would say that to some extent, we actually had a bit of a test case of that coming out of the pandemic in the U.S. We had very large budget deficits, with purposeful stimulus measures in a number of guises. This actually even occurred under the first Trump mandate too in late 2020, but it was carried on in 2021. The view was that we could run budget deficits — if you can borrow in your own currency — as large as possible and the only restraint was inflation. That is what modern monetary theory suggests.

Unfortunately, the tests showed that we ran into real inflation relatively quickly. I do believe that the very large stimulus measures that we saw, particularly out of the U.S., both on the monetary and the fiscal front, did in fact play a significant role in the inflation we saw. It certainly wasn't the only factor. Supply-side issues were very important as well. It was a unique set of circumstances, as I said at the outset.

M. Porter : Oui, sénateur, c'est exactement ainsi que je vois les choses. Pour être clair, je ne pense pas que notre devise se déprécierait assez pour contrebalancer pleinement les droits de douane. Ce serait un fardeau partagé par l'économie. Une partie serait payée par les consommateurs américains, une autre serait absorbée par nos producteurs et une autre par un taux de change plus faible qui, dans une certaine mesure, affaiblit notre pouvoir d'achat global. Cela entraînerait probablement une certaine pression à la hausse sur les marchandises importées. Nous le constatons presque instantanément, notamment dans les prix de l'essence et les prix de certains aliments. Pour nos importations sur ce front, nous constaterions une hausse de l'inflation.

L'imposition de tarifs généraux ne serait pas du tout positive pour l'économie. Nous sommes tous d'accord là-dessus, je pense. Comme je l'ai dit, les conséquences pour nous seraient une dépréciation de notre devise, une baisse du niveau de vie en raison de la faiblesse de notre dollar et, probablement, un affaiblissement de nos finances publiques, sans parler des tarifs que nous devrions payer.

Le sénateur Loffreda : Monsieur Porter, je passe à ma dernière question. Certains pays ont exploré diverses approches en matière de politique budgétaire et monétaire. Quelles leçons le Canada peut-il tirer de ces divers cadres non conventionnels comme la théorie monétaire moderne, l'assouplissement quantitatif, la planche à billets, parfois appelée la monnaie hélicoptère, la monétisation de la dette et les fonds souverains? Vous avez déjà parlé du double mandat. Pouvons-nous nous inspirer des méthodes explorées ailleurs dans le monde? Chacune comporte des risques et des possibilités, bien entendu. Nous n'avons pas le temps d'en parler longuement, mais est-ce que des idées vous viennent à l'esprit?

M. Porter : Merci, sénateur. C'est intéressant. La théorie monétaire moderne, que vous venez de mentionner, était très d'actualité juste avant la pandémie. Dans une certaine mesure, elle a été mise à épreuve durant la pandémie aux États-Unis. Nous avions d'importants déficits budgétaires et des mesures de relance ciblées sous plusieurs formes. Cette situation est apparue durant le premier mandat de M. Trump à la fin de 2020 et s'est poursuivie en 2021. L'idée était que nous pouvions accumuler de très importants déficits budgétaires — à condition de pouvoir emprunter dans votre propre devise —, la seule contrainte étant l'inflation. C'est ce que dit la théorie monétaire moderne.

Hélas, les tests ont démontré que nous nous sommes heurtés à l'inflation réelle assez rapidement. Les vastes mesures de relance qui ont été lancées, particulièrement aux États-Unis, tant sur le plan monétaire que financier, ont en fait joué un rôle important dans l'inflation. Ce n'était certes pas le seul facteur. Les perturbations au niveau de l'offre ont également joué un rôle très important. Comme je l'ai dit, nous avons traversé une succession de circonstances exceptionnelles.

I think modern monetary theory failed its first significant test, and I wouldn't care to experiment with it in Canada. I think that's the one lesson that we did learn in 2021: It's dangerous to try to test modern monetary theory.

Senator Loffreda: Thank you.

The Chair: Just share a final word, if you could. I know everybody is concerned about the tariffs and what it means and getting our house in order and the impact, but as we've studied in this committee on many occasions, until we actually deal with the productivity issue in some significant way, we're always going to be vulnerable.

Mr. Porter: Thank you, Madam Chair. In some ways, that actually does go back to the question about the Canadian dollar. I've been around long enough to remember parity and even before the parity that we saw about 10 years ago. It's interesting. We've gone from periods of parity to 90 cents, 80 cents and now down to 70 cents, even though we've had almost the exact same inflation rate as the U.S. over that long sweep of history. Why has the currency depreciated so much over time? A lot of it is we have needed that depreciation to stay competitive because of our relatively weak productivity performance that we have seen.

I know there has been a lot of concern over the weakness in productivity coming out of the pandemic. I would submit that this has actually been an issue across much of the industrialized world — not so much in the U.S. but in much of the world.

What I'm more concerned about is our underperformance on productivity over a longer period of time. If you look at it over a 30-year or 40-year period, we've been growing at about 1% a year on average. The U.S. has been closer to 2%. There might be some measurement issues, but I think the broader stroke there is correct, where we have had weaker productivity. Of course, that's worthy of a full study itself as to what drives that. I think it does go back to our relatively weak levels of capital spending in this economy, and we have to ask why. Why are businesses not willing to invest heavily in this country?

The Chair: Thank you. As always, it's very insightful and to the point. We appreciate your remarks always. Thank you, Douglas Porter, Chief Economist at BMO Financial Group.

That concludes our testimony for today and for 2024. We will return to this topic in the new year when we reconvene. Thank you, all.

(The committee adjourned.)

Selon moi, la théorie monétaire moderne a échoué à son premier test important, et je ne voudrais pas en faire l'expérience au Canada. Je pense que c'est la seule leçon que nous avons apprise en 2021 : il est dangereux de tester la théorie monétaire moderne.

Le sénateur Loffreda : Je vous remercie.

La présidente : Une dernière remarque, si vous le permettez. Je sais que tout le monde s'inquiète des droits de douane, de ce qu'ils signifient, de leurs répercussions et de l'urgence de mettre de l'ordre dans nos affaires. Comme nous avons eu l'occasion de nous pencher sur cette question à maintes reprises au comité, nous avons appris que tant que nous n'aurons pas réglé notre problème de productivité, nous serons toujours vulnérables.

M. Porter : Merci, madame la présidente. D'une certaine façon, cela nous ramène au dollar canadien. Je travaille dans le milieu depuis assez longtemps pour me souvenir de la parité, même avant celle que nous avons connue il y a une dizaine d'années. C'est intéressant. Nous sommes passés de périodes de parité à 90 ¢, à 80 ¢ et maintenant à 70 ¢, même si notre taux d'inflation était pratiquement égal à celui des États-Unis au cours de cette longue période. Pourquoi notre devise s'est-elle dépréciée au fil du temps? En gros, c'est parce que nous avons eu besoin de cette dépréciation pour demeurer concurrentiels, parce que notre productivité est relativement faible.

Je sais que la baisse de notre productivité à la fin de la pandémie a suscité beaucoup d'inquiétudes. Je dirais que ce problème a touché une bonne partie des pays industrialisés, pas tellement les États-Unis, mais une grande partie du monde.

Ce qui me préoccupe le plus, c'est notre faible productivité sur une longue période. Sur une période de 30 ou 40 ans, notre croissance annuelle moyenne a été d'environ 1 %, tandis qu'aux États-Unis, elle était de près de 2 %. C'est peut-être une question de mesure, mais, en général, ces chiffres sont exacts, notre productivité a été faible. Il vaudrait la peine d'entreprendre une étude approfondie sur les causes de cette faiblesse. Je pense qu'elle est attribuable à nos niveaux relativement faibles de dépenses en capital dans notre économie, et nous devons chercher à savoir pourquoi. Pourquoi les entreprises ne sont-elles pas prêtes à investir massivement dans notre pays?

La présidente : Je vous remercie. Comme toujours, vos propos sont très réfléchis et pertinents. Nous vous sommes très reconnaissants pour vos observations. Merci à M. Porter, économiste en chef à BMO Groupe financier.

C'est ainsi que prend fin notre réunion d'aujourd'hui, la dernière de 2024. Nous reprendrons notre étude de la question au retour de la relâche. Merci à tous.

(La séance est levée.)