

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, November 1, 2023

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 4:15 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally.

Senator Pamela Wallin (Chair) in the chair.

[*English*]

The Chair: Senators, hello to everyone and welcome to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy.

My name is Pamela Wallin. I serve as the chair of this committee.

I would like to introduce the members of the committee beginning with the deputy chair, Senator Loffreda; Senator Bellemare; Senator C. Deacon; Senator Gignac; Senator Marshall; Senator Miville-Dechêne; Senator Petten; Senator Galvez.

Thank you very much. We have the pleasure of welcoming back Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada and as always along with him Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada. Welcome to both of you.

We are pleased to have you here to update us on the monetary policy report for October 2023. It is not like there is anything newsworthy in there that we would need to talk about. We'll turn the floor over to you and, Governor Macklem, we'll begin with your opening remarks.

Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada: Thank you, Senator Wallin. Good afternoon to everyone on the committee. I'm pleased to be here with Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada to discuss our Monetary Policy Report and last week's monetary policy decision.

Last week we maintained our policy interest rate at 5%.

We held our policy rate steady because monetary policy is working to cool the economy and relieve price pressures. We want to give time to do its job. Further easing in inflation is likely to be slow and inflationary risks have increased.

Before I take your questions, let me give you some economic and financial context for our decision.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 1^{er} novembre 2023

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 16 h 15 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier des questions concernant les banques et le commerce en général.

La sénatrice Pamela Wallin (présidente) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

La présidente : Sénateurs, bonjour à vous tous et bienvenue à cette réunion du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie.

Je m'appelle Pamela Wallin et je suis la présidente du comité.

Voici maintenant les autres membres du comité : il y a le sénateur Loffreda, vice-président du comité, la sénatrice Bellemare, le sénateur C. Deacon, le sénateur Gignac, la sénatrice Marshall, la sénatrice Miville-Dechêne, la sénatrice Petten et la sénatrice Galvez.

Merci à tous. Nous avons le plaisir d'accueillir de nouveau Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada. Il est accompagné, comme à l'habitude, de Carolyn Rogers, première sous-gouverneure de la Banque du Canada. Bienvenue à vous deux.

Nous sommes heureux que vous soyez parmi nous pour parler du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2023. Après tout, ce n'est pas comme si ce genre de rapport pouvait contenir des nouvelles dignes de mention, n'est-ce pas? Gouverneur Macklem, nous commencerons par votre déclaration d'ouverture.

Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada : Merci, sénatrice Wallin, et bonjour à tous les membres du comité. Je suis ravi d'être ici en compagnie de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, Carolyn Rogers, pour parler du *Rapport sur la politique monétaire* et de la décision annoncée la semaine dernière concernant la politique monétaire.

La semaine dernière, nous avons annoncé que nous maintenions le taux directeur à 5 %.

Nous avons pris cette décision parce que la politique monétaire est en train de ralentir l'économie et d'alléger les pressions sur les prix, et parce que nous voulons lui laisser le temps de faire son travail. La baisse de l'inflation devrait se poursuivre lentement, et les risques inflationnistes ont augmenté.

Avant de répondre à vos questions, je vais faire un survol du contexte économique et financier qui explique notre décision.

[Translation]

Since the last time we were here with you, the Canadian economy has slowed, and the data suggests demand and supply are now approaching balance. We're now seeing clearer evidence that higher interest rates are moderating spending and relieving price pressures. The economy has entered a period of weaker growth, averaging about 1% over the last year. Growth is forecast to remain below 1% before picking up in late 2024 and rising to 2.5% in 2025.

With the economy expected to move into excess supply this year and with growth anticipated to be weak for the next few quarters, we expect inflation to continue to ease gradually and return to our 2% target in 2025. Higher energy prices and persistence in underlying inflation could slow progress.

The effects of higher interest rates on inflation are most evident in the prices of durable goods, like furniture and appliances that people often buy on credit. These effects have also spread to many semi-durable goods, such as clothing, footwear and many services excluding shelter. Inflation in these categories is now running generally at or below 2%. Price increases for groceries, while still elevated at almost 6%, have also eased and are expected to moderate further.

A number of factors are getting in the way of low inflation. Higher global energy prices are increasing prices at the pump, and that is pushing headline inflation back up. Structural supply shortages in our housing market are boosting prices for shelter. In addition, near-term inflation expectations and wage growth remain elevated, and corporate pricing behaviour is normalizing slowly.

[English]

The combined impact of all these pressures on inflation is that it's now expected to be about 3.5% through to about the middle of next year. As excess supply in the economy increases, inflation should ease in 2024 and reach 2% in 2025.

Overall inflationary risks have increased since July. The forecast we released last week has inflation on a higher path than we expected last summer. In addition, rising global tensions, particularly the war in Israel and Gaza, have increased the risk that energy prices could move higher and supply chains could be disrupted again, pushing inflation up around the world.

[Français]

Depuis notre dernière comparution devant vous, l'économie canadienne a ralenti. Selon les données, l'offre et la demande s'approchent de l'équilibre. Il est maintenant plus clair que les taux d'intérêt plus élevés modèrent les dépenses et les pressions sur les prix. La croissance économique est entrée dans une phase plus lente. Elle tourne autour de 1 % en moyenne depuis un an. Nous prévoyons qu'elle demeurera inférieure à 1 % jusque vers la fin de 2024, puis elle montera à 2,5 % en 2025.

L'offre devrait devenir excédentaire cette année et la croissance devrait être faible pendant quelques trimestres. Par conséquent, l'inflation devrait continuer de diminuer graduellement pour retourner à la cible de 2 % en 2025. Les prix plus élevés de l'énergie et la persistance de l'inflation sous-jacente pourraient ralentir ces progrès.

Les effets de taux d'intérêt plus élevés se constatent surtout dans les prix des biens durables souvent achetés à crédit, comme les meubles et les électroménagers. Ils se voient aussi dans le prix des biens semi-durables, comme les vêtements, les chaussures et de nombreux services hors logement. En général, l'inflation dans ces catégories se situe maintenant à 2 % ou moins. Le taux d'augmentation des prix à l'épicerie est de près de 6 %. Bien que ce niveau soit encore élevé, il a aussi diminué et devrait continuer dans cette voie.

Le retour à une inflation basse se heurte à des obstacles. La hausse des prix mondiaux de l'énergie fait augmenter les prix à la pompe, ce qui fait remonter l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation. Sur le marché du logement, les pénuries structurelles tirent les prix vers le haut. Les attentes d'inflation à court terme et la croissance des salaires demeurent élevées, et les entreprises reprennent lentement leurs pratiques normales d'établissement des prix.

[Traduction]

Vu l'effet combiné de ces pressions qui s'exercent sur l'inflation, nous prévoyons maintenant que celle-ci avoisinera 3,5 % jusqu'au milieu de l'an prochain environ. En phase avec l'accroissement de l'offre excédentaire, l'inflation devrait diminuer en 2024, pour atteindre 2 % en 2025.

Dans l'ensemble, les risques inflationnistes ont augmenté depuis juillet. Selon les prévisions que nous avons publiées la semaine dernière, la trajectoire de l'inflation est plus haute que nous l'avions prévu cet été. Ajoutons également que la montée des tensions mondiales, particulièrement la guerre en Israël et à Gaza, a fait augmenter le risque que les prix de l'énergie grimpent et que les chaînes d'approvisionnement soient à nouveau perturbées, ce qui ferait monter l'inflation aux quatre coins du globe.

With clearer evidence that monetary policy is working my colleagues and I on the bank's governing council judged last week that we could be patient and hold the policy interest rate at 5%.

However, to be confident that our policy rate is high enough to get inflation back to 2%, we need to see more easing in core inflation. We will continue to assess whether monetary policy is sufficiently restrictive to restore price stability, and we will monitor the risks closely.

Our decision last week also reflected our best efforts to balance the risks of over and under tightening. We don't want to cool the economy more than necessary, but we don't want Canadians to have to continue to live with elevated inflation either, and we cannot let high inflation become entrenched in the economy. If inflationary pressures persist, we are prepared to raise our policy rate further to restore price stability.

In summary, we've made a lot of progress. We're not there yet. We need to stay the course. When price stability is restored, the economy will work better for everyone.

With that summary, the Senior Deputy Governor and I will be pleased to take your questions. Thank you.

The Chair: Thank you, Governor. If we could recap, because you have also made some comments on the House side at the committees there. Obviously, inflation has not declined as much as you had hoped, as you have spelled out with the pressures from energy prices and housing with immigration numbers, et cetera.

You seemed to suggest — and I would give you this opportunity to clarify — that you may be working at cross-purposes with the government. The spending is still continuing, as is the carbon tax. Do you raise your rate to nudge them, or do you ask them outright to reduce spending and maybe cut the carbon tax?

Mr. Macklem: Well, I have a couple of comments. First of all, those are all decisions to be taken by Parliament and decisions that would come before the Senate. Those are not decisions for Carolyn Rogers and I to take.

With respect to monetary policy, what we do is we take governments' fiscal plans into account. That includes provincial fiscal plans and federal fiscal plans. We build those into our forecast.

Sur la base de signes plus clairs que la politique monétaire fonctionne, mes collègues du conseil de direction et moi-même avons jugé la semaine dernière que nous pouvions être patients et maintenir le taux directeur à 5 %.

Cependant, pour avoir l'assurance que le taux directeur est assez élevé pour ramener l'inflation à 2 %, nous devons voir nos mesures de l'inflation fondamentale baisser davantage. Nous allons continuer d'évaluer si la politique monétaire est assez restrictive pour rétablir la stabilité des prix et nous allons surveiller les risques de près.

La décision annoncée la semaine dernière témoigne aussi du fait que nous tentons de doser notre resserrement monétaire le mieux possible : nous ne voulons pas ralentir l'économie plus que nécessaire, mais nous ne voulons pas non plus que les Canadiens et les Canadiens continuent de vivre avec l'inflation élevée ni que celle-ci s'enracine. Et si les pressions inflationnistes persistent, nous sommes prêts à relever encore le taux directeur pour rétablir la stabilité des prix.

Pour résumer, nous avons fait beaucoup de progrès, mais nous ne pouvons pas encore crier victoire. Nous devons garder le cap, parce qu'une fois la stabilité des prix rétablie, l'économie fonctionnera mieux pour tout le monde.

Sur ce, la première sous-gouverneure et moi serons heureux de répondre à vos questions. Merci.

La présidente : Je vous remercie, monsieur le gouverneur. Comme vous avez aussi comparu devant des comités de la Chambre des communes, nous pourrions peut-être résumer un peu. De toute évidence, l'inflation n'a pas baissé autant que vous l'aviez espéré étant donné, comme vous l'avez expliqué, les pressions qu'exercent les prix de l'énergie, le logement, le contexte d'immigration, etc.

Vous semblez avoir laissé entendre — je vous invite à apporter des éclaircissements si vous le souhaitez — que votre travail allait peut-être à contre-courant de celui du gouvernement. Les dépenses se poursuivent, tout comme la taxe sur le carbone. Dans un tel contexte, augmentez-vous votre taux pour pousser un peu le gouvernement, ou lui demandez-vous clairement de réduire ses dépenses et, peut-être, de réduire la taxe sur le carbone?

M. Macklem : J'aurais quelques observations à ce sujet. Tout d'abord, ce sont toutes des décisions qui doivent être prises par le Parlement et dont le Sénat serait saisi. Ce n'est pas à moi ni à Carolyn Rogers de prendre de telles décisions.

Ce que nous faisons, aux fins de la politique monétaire, c'est que nous tenons compte des plans financiers des gouvernements. Par « gouvernements », j'entends ici les gouvernements provinciaux et fédéral. Nous nous servons de leurs plans financiers pour établir nos prévisions.

In the forecast that we presented last week, we have the latest budgetary plans of the provinces and the federal government built in, and you can see in that plan that inflation does come back to target, but, as you led off, it comes back gradually.

With respect to the government's spending plans — and here I mean provincial and federal, all levels of government — what I have said in the past on this issue is that if government spending is growing at 2% or less, it is not really getting in the way of getting inflation back down to target, because we think the economy's potential output is growing at about 2%. If government spending is growing at less than that, it is not adding more demand in the economy than supply is growing.

When we look at the current year, what we see is the government spending — based upon our estimates — is growing a bit less than 2%, so it is not adding undue inflationary pressures. However, when we look ahead to next year, when we add up all the plans, our estimate is that comes to roughly 2.5% growth, which would be somewhat above our estimate of the growth rate of potential output.

If all of those plans were realized, yes, government spending is starting to get in the way of getting inflation back to target. We have built that into our forecast. We do get back to target, but it takes some time.

The Chair: Thank you very much. I will have other comments or questions a little bit later on, but we go now to our deputy chair, Senator Loffreda.

Senator Loffreda: Thank you, Mr. Macklem and Ms. Rogers, for being here with us this afternoon.

You did briefly mention the housing affordability crisis, and I would welcome further commentary on the challenge that the persistent high level of housing prices represents to your monetary policy. I say that, as a 30-second preamble, we have had substantial interest rate hikes by the Bank of Canada over the past 18 months, and the price of a home in Canada went from \$741,400 in September 2023 to 40% higher than in January 2020. It is 20% higher now than in January 2020.

Paul Beaudry, a former Bank of Canada Deputy Governor, expressed concerns that if the prices do not decline, it could pose challenges to support current valuations and potentially necessitate further interest rate hikes.

What is your commentary on that? Are you concerned about the housing affordability crisis in Canada, and does it affect your monetary policy?

Ainsi, les prévisions que nous avons présentées la semaine dernière tiennent compte des derniers plans budgétaires des provinces et du gouvernement fédéral. Selon ce plan, l'inflation reviendra à la cible, mais cela se fera graduellement, comme vous l'avez mentionné.

Pour ce qui est des dépenses que prévoient les gouvernements — je parle ici des gouvernements provinciaux et fédéral, de tous les ordres de gouvernement —, j'ai déjà dit par le passé que si les dépenses gouvernementales augmentent de 2 % ou moins, elles ne nuiront pas vraiment au retour à la cible d'inflation, car nous sommes d'avis que la production potentielle de l'économie augmente d'environ 2 %. Si l'augmentation des dépenses gouvernementales est inférieure à 2 %, la demande qu'elle crée dans l'économie n'est pas supérieure à la croissance de l'offre.

Un examen de l'année en cours montre — selon nos estimations — une augmentation des dépenses gouvernementales qui est légèrement inférieure à 2 %, ce qui veut dire qu'elle n'ajoute pas de pression inflationniste indue. Par contre, quand nous nous tournons vers l'an prochain et que nous additionnons tous les plans, nous estimons une augmentation d'environ 2,5 %, soit un peu plus que le taux de croissance de la production potentielle de l'économie, selon nos estimations.

Si tous ces plans se concrétisent, alors oui, les dépenses gouvernementales commenceront à nuire au retour à la cible. Nous en tenons compte dans nos prévisions. Nous reviendrons à la cible, mais il faudra un peu de temps.

La présidente : Je vous remercie. J'aurai d'autres questions et observations un peu plus tard mais, pour le moment, nous passons au vice-président du comité, le sénateur Loffreda.

Le sénateur Loffreda : Monsieur Macklem, madame Rogers, je vous remercie d'être parmi nous cet après-midi.

Vous avez mentionné brièvement la crise d'abordabilité du logement. Je serais heureux d'en savoir davantage sur le défi que représente, pour votre politique monétaire, le fait que le coût du logement demeure élevé. En guise de préambule rapide, je dirais que la Banque du Canada a considérablement augmenté les taux d'intérêt à plusieurs reprises au cours des 18 derniers mois, et que le coût d'une maison au Canada était de 741 400 \$ en septembre 2023, jusqu'à 40 % de plus qu'en janvier 2020. Il est maintenant de 20 % supérieur à ce qu'il était en janvier 2020.

Paul Beaudry, ancien gouverneur de la Banque du Canada, a dit craindre que si les prix ne diminuent pas, il pourrait être difficile de soutenir les valorisations actuelles et il pourrait devenir nécessaire d'augmenter encore les taux d'intérêt.

Qu'en pensez-vous? La crise de l'abordabilité du logement au Canada est-elle un sujet de préoccupation pour vous? A-t-elle une incidence sur votre politique monétaire?

I know inflation is your primary mandate and concern.

Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: We talked about this in our most recent Monetary Policy Report. Shelter inflation is keeping the overall rate of the Consumer Price Index, or CPI, up.

As you point out, we had a big run-up in house prices during the pandemic. In that environment, we had a combination of very low interest rates, which often pushes the price of houses up, but we also had a big surge in demand, too, because people were looking for more house, because we were all spending so much time in our houses. That combination caused quite a severe run-up in house prices, almost 50%, depending on what city you look at, but the average across Canada was 50%.

Since then, we've seen rates go up sharply, aggressively, to deal with inflation, and we have not seen the same decline down the other side. We have only seen house prices come off about 10%. On balance, as you point out, house prices are a big part of the cost of living pressure that Canadians are feeling right now.

Shelter inflation, in general, is part of the overall CPI right now. In our view — and we described this at our press conference, and we talked more about it on Monday — a change in interest rates alone is not going to solve the housing affordability issue in Canada. We have a structural supply problem in Canada. Ultimately, that is what needs to be addressed to bring both the cost of prices of housing down for Canadians and also help take a bit of pressure off shelter inflation and overall inflation.

The Chair: We will see if we can get around the table first, so unless your supplementary is really on target, then we will wait for a second round.

[*Translation*]

Senator Miville-Dechêne: I am also interested in housing. Despite successive hikes in the Bank of Canada's key interest rate, housing costs keep rising.

Mario Fortin, an economics professor at the Université de Sherbrooke, says the increases in the key rate should have had the opposite effect, but that has not happened. Mr. Fortin believes one of the reasons for this unfortunate situation, especially for people looking for housing, is the financial assistance provided by governments to address the pandemic and inflation.

Je sais que l'inflation est au cœur de votre mandat et de vos préoccupations.

Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada : Nous en parlons dans le dernier *Rapport sur la politique monétaire*. En raison de l'augmentation des frais de logement, l'indice des prix à la consommation global, ou IPC global, reste élevé.

Comme vous le soulignez, le prix des maisons a beaucoup augmenté pendant la pandémie. Une combinaison de facteurs a contribué à cette situation : d'une part, les taux d'intérêt étaient très bas, ce qui a souvent pour effet de faire grimper le prix des maisons; d'autre part, la demande a explosé, parce que les gens voulaient acheter des maisons étant donné que nous passions beaucoup de temps chez nous. Cette combinaison de facteurs a entraîné une hausse plutôt prononcée du prix des maisons. La hausse moyenne a été de 50 % pour l'ensemble du Canada, mais elle variait d'une ville à l'autre.

Depuis, nous avons vu des hausses de taux marquées et musclées visant à juguler l'inflation, mais elles n'ont pas été accompagnées d'une baisse correspondante de l'autre côté. Le prix des maisons n'a baissé que de 10 % environ. Dans l'ensemble, comme vous le soulignez, le prix des maisons contribue fortement au coût de la vie qui exerce actuellement des pressions sur les Canadiens.

L'augmentation des frais de logement, en général, fait partie de l'IPC global en ce moment. À notre avis — nous l'avons d'ailleurs expliqué pendant la conférence de presse, et nous en avons parlé davantage lundi —, une modification des taux d'intérêt ne pourra pas, à elle seule, régler la question de l'abordabilité du logement au Canada. Il existe des problèmes d'offre structurels au pays. Ce sont essentiellement ces problèmes qu'il faudra régler pour que le coût du logement baisse au Canada, ce qui calmera un peu les pressions qui s'exercent sur les frais de logement et l'inflation globale.

La présidente : Essayons tout d'abord de faire un premier tour de table. À moins que votre question complémentaire soit extrêmement ciblée, elle devra attendre le deuxième tour.

[*Français*]

La sénatrice Miville-Dechêne : Je m'intéresse aussi au logement. Malgré les augmentations successives du taux directeur de la Banque du Canada depuis mars 2022, le prix de l'habitation continue de grimper.

Mario Fortin, professeur titulaire en économie à l'Université de Sherbrooke, dit que la hausse du taux directeur aurait dû avoir l'effet contraire, ce qui n'est pas arrivé. Ce professeur estime qu'une des raisons de ce phénomène malheureux, surtout pour ceux qui cherchent du logement, est l'aide financière octroyée par les gouvernements pour faire face à la pandémie et à l'inflation.

Do you agree with that theory? Ms. Rogers noted a few factors. Are there other factors at play?

Mr. Macklem: Could you repeat the theory?

Senator Miville-Dechêne: The theory pertains to the financial assistance the government provided in response to the pandemic and inflation. So, government spending to help citizens contributed indirectly to the rise in the market.

Mr. Macklem: We have to remember that, in March 2022, and in April, June and July, we were in a very serious economic crisis. More than 3 million people lost their jobs and another 3 million were working less than 50% of the time. We saw the biggest drop in GDP in the country's history.

The government and the Bank of Canada were very concerned that this drop could lead to a depression. The government took various measures to close a large part of the economy. I think it is reasonable to say that people were compensated for the government closing a large part of the economy.

The good news is that these exceptional budgetary and financial measures led to the strongest recovery in history. It is true that very low interest rates contributed to booming house prices. As the deputy governor noted, that is not the only factor. People are looking for larger, more spacious homes, and that was a very important factor. The budgetary measures did of course feed into the demand as well.

After the crisis, however, these measures were eased and we increased our interest rates substantially. House prices dropped a bit, by about 10%, but they are still very high. Moreover, the current cost of a mortgage is much higher as a result of higher interest rates.

As noted, there was a shortage of houses when interest rates were very low. We still have a serious problem with housing affordability now that interest rates are high. The housing sector is very sensitive to interest rates.

All the same, changing the interest rate will not solve anything. We are pleased to see that governments at all levels — municipal, provincial and federal — are working together on housing supply. The problem is really the supply, and the issue of housing affordability will not be solved without increasing the supply.

Senator Miville-Dechêne: Thank you.

Êtes-vous d'accord avec cette théorie? Mme Rogers a mentionné quelques facteurs. Y a-t-il d'autres facteurs en jeu?

M. Macklem : Pourriez-vous répéter la théorie?

La sénatrice Miville-Dechêne : La théorie est la suivante : le gouvernement a octroyé de l'aide financière pour faire face à la pandémie et à l'inflation. Ce seraient donc les dépenses gouvernementales pour venir en aide aux citoyens qui auraient contribué indirectement à la hausse du marché.

M. Macklem : Il est important de rappeler qu'en mars 2020, de même qu'en avril, en juin et en juillet, nous traversons une crise économique très sévère. Plus de 3 millions de travailleurs ont perdu leur emploi et un autre groupe de 3 millions travaillait moins de 50 % du temps. Nous avons vécu la plus importante chute du PIB de l'histoire du pays.

Le gouvernement et la Banque du Canada étaient très inquiets de la possibilité que cette chute entraîne une dépression. Le gouvernement a pris plusieurs mesures pour fermer une grande partie de l'économie. Je crois qu'il est raisonnable de dire qu'on a dédommagé les gens pour le fait que le gouvernement a fermé une grande partie de l'économie.

La bonne nouvelle est que ces mesures exceptionnelles, budgétaires et financières, ont créé la plus forte reprise de l'histoire. Il est vrai que les taux d'intérêt très bas ont contribué à l'augmentation du prix des maisons. Comme la sous-gouverneure l'a mentionné, ce n'est pas le seul facteur. Les gens cherchent des maisons plus grandes et plus spacieuses, et c'était un facteur très important. Bien sûr, les mesures budgétaires ont contribué à la demande également.

Toutefois, après la crise, ces mesures se sont atténuées et nous avons fortement augmenté nos taux d'intérêt. Le prix des maisons a légèrement diminué, soit d'environ 10 %, mais il demeure toujours très élevé. De plus, le coût actuel d'une hypothèque est beaucoup plus élevé à cause de la hausse des taux d'intérêt.

Comme on l'a souligné, on a connu une pénurie de maisons lorsque les taux d'intérêt étaient très bas. Nous avons toujours un sérieux problème d'abordabilité du logement, alors que les taux d'intérêt sont élevés. Le secteur du logement est très sensible aux taux d'intérêt.

Toutefois, on ne réglera rien avec un changement du taux d'intérêt. Nous sommes heureux de voir que les gouvernements de tous les niveaux — municipal, provincial et fédéral — travaillent ensemble pour examiner l'offre. C'est vraiment d'un problème d'offre dont il s'agit, et on ne résoudra pas le problème d'abordabilité du logement sans une augmentation de l'offre.

La sénatrice Miville-Dechêne : Merci.

[English]

Senator C. Deacon: Thank you, Governor Macklem and Senior Deputy Governor Rogers for being here again with us.

The last time that you were here, I asked about the importance of competition policy as an ally and a long-term fight against inflation, and you felt that was a fair statement.

I want to speak about open banking and payment modernization. We are on hold, still waiting for the government and the finance minister to push go on those two files.

Our interchange fees in Canada are still about six times what they are in Europe. That is, in effect, a payments tax on the entire economy. If we could adjust that and get to a more globally competitive rate, it would be anti-inflationary in its effect. Our banks continue to be the most profitable by far in terms of domestic banking operations in the G7 according to the Lerner index from the U.S. Federal Reserve.

Where do those two issues fit in our long-term fight against inflation — strengthening competition policy is an ally, and those two specifically because we are so out of whack with the rest of the world?

Mr. Macklem: Let me make a few general comments about competition, and then I will ask the Senior Deputy Governor to focus on the payments issue.

Competition is a good thing. Competition encourages productivity growth; it encourages investment. We have many great companies in this country who are competing successfully in global markets because they are investing in people, developing their talent, R&D and in new machinery and equipment. Our problem is that we don't have enough of them.

Why is that? Competition does look like it's part of the answer to that. One bit of evidence for that is if you look at export-oriented companies versus companies that are more domestically oriented. Export-oriented companies have higher productivity growth and more investment; that does suggest that when you are exposed to international competition you have to rise to the challenge.

Competition would certainly be helpful in encouraging more investment and productivity growth. It is not that we don't have great companies in this country; we just need some more of them.

[Traduction]

Le sénateur C. Deacon : Merci d'être de nouveau parmi nous, monsieur le gouverneur Macklem et madame la première sous-gouverneure Rogers.

Lors de votre dernier passage au comité, j'ai posé une question au sujet du rôle que peut jouer la politique en matière de concurrence en tant qu'alliée dans la lutte à long terme contre l'inflation, une idée qui vous semblait juste.

Je souhaite maintenant parler de système bancaire ouvert et de modernisation des systèmes de paiement. Pour le moment, nous attendons toujours que le gouvernement et la ministre des Finances donnent le feu vert à ces deux dossiers.

Les frais d'interchange sont encore environ six fois plus élevés au Canada qu'en Europe. Il s'agit essentiellement d'une taxe sur les paiements pour l'ensemble de l'économie. Si nous pouvions rajuster ces frais pour les ramener à un taux plus concurrentiel à l'échelle mondiale, ce changement aurait un effet anti-inflationniste. Par ailleurs, au chapitre des opérations bancaires nationales, les banques canadiennes demeurent les plus rentables du G7 d'après l'indice Lerner de la Réserve fédérale américaine.

Comment ces deux enjeux figurent-ils dans notre lutte à long terme contre l'inflation? Renforcer la politique en matière de concurrence serait un atout. Je m'attarde ici sur ces deux éléments, car ce sont deux domaines où le Canada est vraiment décalé du reste du monde.

M. Macklem : Permettez-moi de faire quelques observations générales au sujet de la concurrence, et je demanderai ensuite à la première sous-gouverneure de vous parler plus précisément des paiements.

La concurrence est une bonne chose. Elle favorise la croissance de la productivité et l'investissement. De nombreuses grandes entreprises canadiennes soutiennent avec succès la concurrence sur les marchés mondiaux parce qu'elles investissent dans les gens, dans le développement de leurs talents, dans la R-D et dans l'achat de machinerie et d'équipement. Le problème, c'est que ces entreprises ne sont pas assez nombreuses.

Pourquoi? Il semble que ce soit en partie en raison de la concurrence. Il suffit de comparer les entreprises exportatrices et les entreprises axées davantage sur le marché intérieur. Dans les entreprises exportatrices, la croissance de la productivité et les investissements sont supérieurs; cela indique que lorsqu'on est exposé à la concurrence internationale, on doit se montrer à la hauteur.

La concurrence serait certainement utile pour accroître les investissements et la productivité. Je ne veux pas dire qu'il n'y a pas d'excellentes entreprises dans notre pays; il nous en faut tout simplement davantage.

Now I will turn it over to the Senior Deputy Governor.

Ms. Rogers: Yes. We would share your general view that Canada has a way to go to catch up to our peers in modernizing our payment system and trying to drive up the efficiency and improve the innovation for Canadians.

The best thing I can tell you is that our executive had a meeting this morning. We have made some internal structural changes at the bank recently. One of the motivating factors underneath this is to try to leverage the various experts we have in the bank under Ron Morrow, who I know you know well, to see if we can't increase our influence and impact and move some of these projects along.

Our focus tends to be more on what I would call the "infrastructure payment infrastructure," rather than something like open banking. That is a decision that rests with the Department of Finance.

Certainly, we are focused on trying to get Real-Time Rail going. Ron is very focused on getting an efficient regulatory regime up and running. We take your point. We are on it. We will stay on it.

[Translation]

Senator Gignac: Welcome, governor and deputy governor. Thank you for your commitment to restoring price stability.

Although you did not change the key rate last week, in your press release you said you were prepared to increase rates if necessary. What struck me during your press conference is that you had not considered or discussed at the monetary policy committee any rate reduction because that would be premature.

Yet the excess demand has disappeared. Supply and demand are more balanced. Gross domestic product has not budged since May. Per capita GDP has been 2.5% lower for a year. Moreover, the underlying rate of inflation is between 3.5% and 3.8%. Excluding mortgage rates, it is about 2%.

What kind of changes in the environment will it take for the monetary policy committee to consider lowering interest rates, given the time it takes for an interest rate drop to trickle down to the economy?

Mr. Macklem: I have two comments. As to the facts you highlighted, those are the very reasons that we decided to wait. We concluded that it was not necessary to increase interest rates

Je vais maintenant céder la parole à la première sous-gouverneure.

Mme Rogers : Oui. Nous estimons également que le Canada a du chemin à faire pour rattraper ses pairs dans la modernisation de son système de paiement et l'amélioration de l'efficacité et de l'innovation pour les Canadiens.

Ce que je peux vous dire, c'est que notre équipe de direction s'est réunie ce matin. Nous avons effectué des modifications aux structures internes de la banque récemment. L'un des facteurs qui ont motivé ces modifications est la volonté de tirer parti des divers experts que nous avons à la banque et qui relèvent de Ron Morrow, que vous connaissez bien, afin de voir si nous ne pourrions pas accroître notre influence et faire avancer certains de ces projets.

En général, nous nous concentrons davantage sur ce que j'appellerais « l'infrastructure des paiements d'infrastructure » plutôt que sur le système bancaire ouvert, par exemple. C'est une décision qui relève du ministère des Finances.

Nous cherchons assurément à lancer le système de paiements en temps réel. M. Morrow déploie beaucoup d'efforts pour mettre en œuvre un régime de réglementation efficace. Nous comprenons votre point de vue. Nous travaillons là-dessus et nous continuerons de le faire.

[Français]

Le sénateur Gignac : Bienvenue, monsieur le gouverneur et madame la sous-gouverneure. Merci de votre engagement pour restaurer la stabilité des prix.

Bien que vous ayez laissé le taux directeur inchangé la semaine dernière, dans votre communiqué de presse, vous avez dit que vous étiez prêt à augmenter les taux au besoin. Ce qui m'a frappé dans vos propos lors de la conférence de presse, c'est que vous avez indiqué ne pas avoir envisagé ni discuté au comité de politique monétaire d'une quelconque baisse de taux, parce que ce serait prématuré.

Or, la demande excédentaire a disparu. On voit un équilibre accru entre l'offre et la demande. Le produit intérieur brut (PIB) stagne depuis le mois de mai. Le PIB par habitant est de 2,5 % inférieur depuis un an. De plus, le taux d'inflation sous-jacent se situe entre 3,5 et 3,8 %. Si on fait abstraction de la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, il se situe à 2 %.

Qu'est-ce qu'il vous faudra comme environnement pour envisager, au comité de politique monétaire, un scénario plausible d'une baisse du taux d'intérêt, compte tenu des délais de transmission d'une baisse de taux sur l'économie?

M. Macklem : J'ai deux commentaires. Quant aux faits que vous avez soulignés, ce sont les mêmes raisons pour lesquelles nous avons décidé d'être patients. Nous avons conclu qu'il

now. We will wait and see what the future data shows. Our decision will be based on that.

I agree that the economy has slowed down. It is clearly in a period of slow growth. There are several indicators that supply and demand are balanced. Some suggest that we have already more or less reached a balanced market. The labour market indicators are a bit tighter. In short, we are clearly much closer to balance than in last July.

As to when we will start talking about lowering interest rates, I think we have been very clear. We have to see a real decline in core inflation indicators. The core inflation indicators over three months — which are the most current — have been at about 3.5% for nearly a year. So we do not yet see a decline in those indicators.

We must really see a decline. We believe this is because the economy has slowed down a lot and pressures are easing. We have not yet seen a trend, though. Once there is clearly a trend around 2%, it will be time to start talking about reducing interest rates.

Senator Gignac: I understand we are at 3.5%. Excluding the hike in mortgage rates, however, Statistics Canada is saying that it is actually about 2%.

To reassure committee members, my question is the following: can you tell us that you will not wait until Statistics Canada declares that we are in a recession to consider lowering the rates?

Mr. Macklem: We do not want a recession. We need a period of slow growth, but we want to avoid a recession. If we remove mortgage rates from the indicators — that is always the case: if you remove something that is rising sharply, the remainder is lower.

That is why we use core inflation indicators because that is a systematic way to remove volatile factors. Doing that, the level is at about 3.5%.

Senator Gignac: Thank you.

Senator Bellemare: Welcome to the committee.

First, I would like to thank you for publishing all of your research findings on your website. It provides a great deal of

n'était pas nécessaire d'augmenter les taux d'intérêt maintenant. Nous ferons preuve de patience en attendant de voir ce que les données futures nous révéleront. C'est ce qui éclairera notre décision.

Je suis d'accord pour dire que l'économie a ralenti. Elle est manifestement dans une phase de croissance lente. Nous avons plusieurs indicateurs de l'équilibre entre la demande et l'offre. Quelques-uns suggèrent que nous avons déjà à peu près atteint l'équilibre. Les indicateurs du marché de la main-d'œuvre sont un peu plus serrés. Bref, il est clair que nous sommes beaucoup plus près de l'équilibre qu'on ne l'était, même en juillet dernier.

À savoir quand commencerons-nous à discuter de baisser les taux d'intérêt, je crois que nous avons été très clairs. Nous devons observer une tendance vraiment à la baisse pour nos mesures d'inflation fondamentale. Si on regarde les mesures d'inflation fondamentale sur trois mois — ce qui est plus immédiat et plus courant —, elles se situent à environ 3,5 % depuis maintenant presque un an. On n'observe donc pas encore de tendance à la baisse dans ces mesures.

Nous tenons vraiment à constater une tendance à la baisse. Nous pensons que cela vient du fait que l'économie a beaucoup ralenti et les pressions sont à la baisse. Toutefois, nous n'avons pas encore vu de tendance. Lorsqu'il sera clair que la tendance oscille autour de 2 %, le temps sera venu de discuter d'une réduction des taux d'intérêt.

Le sénateur Gignac : Je comprends qu'on se situe à 3,5 %. Toutefois, si on exclut l'effet de la hausse des taux hypothécaires, Statistique Canada nous dit qu'en fait, il se situe autour de 2 %.

Ma question, pour rassurer les membres du comité, est la suivante : pouvez-vous nous assurer que vous n'attendrez pas que Statistique Canada déclare que nous sommes en récession pour envisager des baisses de taux?

M. Macklem : On ne veut pas de récession. On a besoin d'une période de croissance lente, mais on veut éviter une récession. Si on enlève les prêts hypothécaires des mesures — c'est toujours le cas : lorsqu'on enlève quelque chose qui est fortement à la hausse, ce qui reste est plus bas.

La raison pour laquelle on utilise les mesures fondamentales, c'est parce qu'il s'agit d'une méthode systématique d'enlever des facteurs volatils à la hausse et à la baisse. Quand on fait cela, la tendance est d'environ 3,5 %.

Le sénateur Gignac : Merci.

La sénatrice Bellemare : Bienvenue à notre comité.

D'abord, je voudrais vous remercier d'avoir publié l'intégralité des résultats de vos recherches sur le site Web. C'est

information. At the same time, the findings might be worrisome in some cases, but I am still happy to have seen them.

I am thinking of your recent surveys of consumers and businesses. Specifically, with regard to consumers, you found that less than half of Canadians, or 38%, believe that the interest rate hike policy will have an impact on inflation. So the majority does not consider this policy to be effective.

In your survey, you also found that investments by businesses are at their lowest level. Business investment intentions are at about 7% as compared to 47% a year ago. Uncertainty is also at a peak level. These are significant concerns.

What is your reaction to these findings? Do you not think that the strategy of increasing interest rates is to some extent increasing the risk of greater inflation in the future?

As you noted in your opening remarks, there is a risk that inflation will increase. People do not think this measure will be effective, because they will not be investing and will be in a period of uncertainty; things will stagnate and take a nosedive.

Mr. Macklem: There are two parts to your question.

First, I am very pleased that you use our website and find all the information there to be useful.

We expanded our survey of businesses and consumers. We also added a new survey for smaller businesses. Our traditional survey is primarily for larger businesses. As you know, there are a lot of small businesses in Canada. Increasingly, we find these surveys to be very useful.

With regard to consumers, it is interesting that they will definitely be reducing their spending as a result of higher prices and interest rates. This suggests that consumption will be lower for a few quarters.

As to investments, as you noted, intentions are down. This reflects two factors. First, it is expected that the demand for products and services will drop. Interest rates and investment costs are higher.

The second part of your question relates to Senator Gignac's question. We know there is a direct impact on inflation because,

très riche en information. En même temps, les résultats peuvent parfois inquiéter les gens, mais je suis quand même contente de les avoir vus.

Je pense aux sondages que vous avez menés auprès des consommateurs et des entreprises. Notamment, en ce qui concerne les consommateurs, vous avez trouvé que moins de la moitié des Canadiens, soit 38 %, croit que la politique concernant la hausse des taux d'intérêt aura un impact sur l'inflation. Donc, la grande majorité ne croit pas à l'efficacité de cette politique.

Dans votre enquête, vous avez également vu que les décisions d'investissement des entreprises sont à leur plus bas. L'indicateur est autour de 7 % sur les intentions d'investissement des entreprises par rapport à 47 %, un an plus tôt. L'incertitude est à son comble aussi. Ce sont là des préoccupations importantes.

Comment réagissez-vous à ces données? Ne croyez-vous pas que le remède de la hausse des taux d'intérêt est en quelque sorte en train d'accentuer les risques d'une inflation plus grande à l'avenir?

Comme vous l'avez dit dans vos remarques préliminaires, il y a des risques de hausse d'inflation. On ne croit pas que cette mesure sera efficace, parce qu'on n'investira pas et on sera dans l'incertitude; on va stagner et piquer du nez.

M. Macklem : Il y a deux parties à votre question.

Premièrement, je suis très heureux de savoir que vous consultez notre site Web et que vous appréciez toute l'information qui s'y trouve.

Nous avons élargi notre sondage auprès des entreprises et des ménages. Nous avons ajouté un nouveau sondage pour les entreprises plus petites. Notre sondage historique s'adresse surtout auprès aux grandes entreprises. Comme vous le savez bien, nous avons beaucoup de petites entreprises au Canada. De plus en plus, nous trouvons que ces sondages sont très utiles.

Au sujet des ménages, ce qui est intéressant, c'est qu'il est clair que les ménages vont réduire leurs dépenses en raison de la hausse des prix et des taux d'intérêt. C'est un facteur qui nous permet de croire que la consommation sera faible pour quelques trimestres.

En ce qui concerne les investissements, comme vous l'avez constaté, les intentions sont à la baisse. Cela reflète deux facteurs. Tout d'abord, il y a la demande pour les services ou les produits — on anticipe que cela va ralentir. Les taux d'intérêt et les coûts d'investissement sont plus hauts.

Deuxièmement, la seconde partie de votre question est un peu en lien avec la question du sénateur Gignac. On sait qu'il y a un

when we increase interest rates, the cost of mortgages increases, as does the cost of business loans.

Nonetheless, the fact that interest rates are higher serves to reduce inflation in the rest of the economy. As I said, that is very evident from the data. Consumers often buy durable goods on credit and inflation is even negative right now. As to semi-durable goods, such as clothing and shoes, inflation is at about 2%. We are even starting to see an effect on services other than housing. So we are seeing the effects of these measures.

If we had not hiked interest rates, the rate of inflation on all those goods and services would be much higher. Inflation will not come down unless we take action. Our tool is interest rates.

Senator Bellemare: Do you not think that, for semi-durable goods, our trade with China has an impact on lowering those rates — and that it is recovering?

Mr. Macklem: I agree. We have a very open economy. We sell many products on international markets and buy a lot of products also. With respect to goods in particular, global inflation is an important factor for us here in Canada.

We have seen that global inflation is easing. Supply chains have improved a great deal. The problems have not all been resolved, but the situation has improved greatly. There are fewer problems internationally and global factors affecting inflation are less significant than they were. It is primarily domestic factors that are at play now.

Senator Bellemare: Thank you.

[*English*]

Senator Galvez: Thank you, Mr. Macklem and Ms. Rogers, for being with us today. I'm interested in the relationship between energy and inflation. Fossil fuels are considered inflationary because they are higher in cost for extraction, they leave a high carbon footprint and they are very subjective to geopolitics. We are net exporters of petroleum, of oil. That has a role in inflation, as we have read everywhere. We know that in the United States they passed the Inflation Reduction Act in which they made a \$370 billion investment in order to make a transition to a low-carbon economy.

effet direct sur l'inflation, parce que lorsqu'on augmente les taux d'intérêt, le coût des hypothèques augmente, le coût des emprunts pour les entreprises est plus élevé.

Toutefois, le fait que les taux sont plus élevés permet de réduire l'inflation dans le reste de l'économie. Comme je l'ai mentionné, on peut voir cela très clairement dans les données. Les ménages achètent les biens durables souvent à crédit et l'inflation est même négative actuellement. Si on regarde les biens semi-durables, comme les vêtements, les chaussures, etc., l'inflation est d'environ 2 %. Il commence même à y avoir des effets sur les services autres que le logement. On voit donc les effets de ces mesures.

Si nous n'avions pas haussé les taux d'intérêt, l'inflation pour tous ces biens et services serait beaucoup plus haute. L'inflation ne va pas diminuer sans qu'on prenne des mesures. Notre instrument, c'est le taux d'intérêt.

La sénatrice Bellemare : Ne croyez-vous pas que pour les biens semi-durables, le commerce que nous faisons avec la Chine a un impact sur la baisse de ces taux — le fait qu'il reprend de la vigueur?

M. Macklem : Je suis d'accord. Nous sommes une économie très ouverte. On vend beaucoup de nos produits sur les marchés internationaux et on achète beaucoup de produits aussi. Surtout du côté des biens, l'inflation à l'échelle mondiale est un facteur important ici, au Canada.

Nous avons vu que l'inflation à l'échelle mondiale est à la baisse. Les chaînes d'approvisionnement se sont beaucoup améliorées. Les problèmes ne sont pas tous réglés, mais la situation s'est beaucoup améliorée. Il y a moins de problèmes à l'échelle internationale et les facteurs mondiaux sont moins importants qu'ils ne l'étaient auparavant pour l'inflation. Ce sont surtout des facteurs nationaux qui sont plus importants maintenant.

La sénatrice Bellemare : Merci.

[*Traduction*]

La sénatrice Galvez : Monsieur Macklem et madame Rogers, je vous remercie de votre présence aujourd'hui. Je m'intéresse à la relation entre l'énergie et l'inflation. Les combustibles fossiles sont considérés comme inflationnistes parce que leur coût d'extraction est plus élevé, qu'ils laissent une forte empreinte carbone et qu'ils dépendent beaucoup de la géopolitique. Nous sommes des exportateurs nets de pétrole. Cela a une incidence sur l'inflation, comme nous le voyons partout. Nous savons que les États-Unis ont adopté l'Inflation Reduction Act, qui prévoit un investissement de 370 milliards de dollars pour assurer la transition vers une économie à faibles émissions de carbone.

Wouldn't you agree that if we are to move Canada in the same direction of clean energy that this will have the positive impacts that we are looking for in reducing inflation, give independence to Canadians in terms of energy and benefit the economy in terms of competition and innovation?

Mr. Macklem: That's a difficult question. There are many policy reasons to invest in climate change. Regarding providing subsidies for companies to invest in renewable energies, there may be some good reasons to do that, but mapping that to lower inflation is not easy.

Canada is a price taker in global markets for energy. Oil prices are determining global markets — we are a major energy exporter — but whether we export it or not, everybody in the country pays the global price. When those prices go up, gas prices go up at the pump and that boosts inflation. When they come down, it brings inflation down.

From a monetary policy perspective, that's not something we have any control over. Historically, we've tended to look through energy price shocks in setting monetary policy, largely because energy prices tend to go up and down and monetary policy has lags. By the time you adjust monetary policy, the shock is over.

I would say, though, in the current context with inflation above the target for two years — to get back to Senator Bellemare's question — household expectations of inflation are high. They are coming down but they are elevated. We can see companies are passing through higher input costs more quickly than normal. You would want to be more cautious than normal about looking through increases in energy prices.

Senator Galvez: You said we are an economy that exports petroleum. We give a lot of subsidies to the fossil fuel companies, in the order of billions per year, which renewable energy does not receive.

If we decide that fossil fuels, because that is what we were talking about, that we are going to cut the inefficiencies or these fossil fuel subsidies, would that also cause an impact?

Mr. Macklem: I expect it would work through the economy. It is a difficult question. There are a number of different types of taxes and subsidies. I cannot give you an answer.

Ne diriez-vous pas que si le Canada s'engage dans la voie de l'énergie propre, cela aura les effets positifs que nous recherchons en réduisant l'inflation, en assurant l'indépendance énergétique des Canadiens et en favorisant une concurrence et une innovation bénéfiques à l'économie?

M. Macklem : C'est une question difficile. Il existe de nombreuses raisons politiques d'investir dans la lutte contre les changements climatiques. Il peut y avoir de bonnes raisons d'octroyer des subventions aux entreprises pour qu'elles investissent dans les énergies renouvelables, mais il n'est pas facile d'établir une correspondance entre ces subventions et la baisse de l'inflation.

Le Canada est un preneur de prix sur les marchés mondiaux de l'énergie. Les prix du pétrole déterminent les marchés mondiaux — nous sommes un grand exportateur d'énergie —, mais que nous exportons ou non, tout le monde au Canada paie le prix mondial. Lorsque ces prix augmentent, le prix de l'essence augmente à la pompe, ce qui fait grimper l'inflation. Lorsqu'ils baissent, l'inflation diminue.

Du point de vue de la politique monétaire, nous n'avons aucun contrôle là-dessus. Nous avons toujours eu tendance à tenir compte des chocs des prix de l'énergie pour définir notre politique monétaire, principalement parce que les prix de l'énergie ont tendance à fluctuer et que la politique monétaire se trouve en décalage. Le temps d'ajuster la politique monétaire, le choc est passé.

Je dirais cependant que, dans le contexte actuel, avec une inflation supérieure à la cible depuis deux ans — pour revenir à la question de la sénatrice Bellemare —, les attentes des ménages en matière d'inflation sont élevées. Elles sont en train de diminuer, mais elles sont élevées. Nous constatons que les entreprises reflètent la hausse du coût des intrants plus rapidement qu'en temps normal. Il convient d'être plus prudent que d'habitude lorsqu'il s'agit d'examiner les augmentations des prix de l'énergie.

La sénatrice Galvez : Vous avez dit que notre économie exporte du pétrole. Nous accordons de nombreuses subventions, de l'ordre de plusieurs milliards de dollars par année, aux entreprises du secteur des combustibles fossiles, des subventions que ne reçoit pas le secteur des énergies renouvelables.

Si nous décidons que, pour les combustibles fossiles — puisque c'est de cela que nous parlions —, nous allons réduire les pratiques inefficaces ou les subventions, cela aura-t-il également un impact ?

M. Macklem : Je crois que cela se ferait sentir dans l'ensemble de l'économie. C'est une question difficile. Il existe différents types de taxes et de subventions. Je ne peux pas vous donner de réponse.

That is not something that we do. We do not have detailed models of the whole energy complex, all of the various taxes and subsidies. I cannot give you a detailed answer on that. If they do change, we will analyze them. We will work through those effects.

[Translation]

Senator Massicotte: Thank you for being here, governor and Ms Rogers. Very much appreciated.

As we all know, there is some stickiness in global prices. It is hard to bring them down. It seems that the Bank of Canada, along with several central banks around the world, have all missed the mark in their predictions. Their analysis was incorrect and prices have not come down as much as expected. That is the case not just in Canada, but also in the United States.

I have been asked how that mistake could have been made so easily. I am not referring just to you; it happened to all central banks. We have seen this stickiness issue for decades. Why was it completely missed this time?

Mr. Macklem: Honestly, I don't think we were far off the mark in predicting an easing of inflation. For a year, it was expected that the economy would slow down, that supply chains would improve and that inflation would ease. It was at about 8% 16 months ago. It is now just below 4%. Inflation has eased significantly and we think that a more balanced economy will lead to further easing.

Yes, you are right in saying that certain aspects are sticky, to use your word. There is some persistence and that was expected. It is true that it is a bit stronger than expected.

As I said, I think this can be attributed to certain obstacles. The housing market is still tight and it is expected that inflation will persist. In short, we clearly stated that we would raise interest rates quickly to reduce inflation, and it is on the decline.

Senator Massicotte: Looking at the news this morning regarding the U.S. Federal Reserve (the Fed), the U.S. media are saying there is no need to lower interest rates because interest rates in the business sector have increased a great deal. These costs are already being amortized because the market interest rate did the work of the central bank.

Do you agree with that statement?

Ce n'est pas quelque chose que nous faisons. Nous ne disposons pas de modèles détaillés de l'ensemble des enjeux énergétiques, de toutes les taxes et subventions. Je ne peux pas vous donner de réponse détaillée à ce sujet. S'ils changent, nous les analyserons. Nous nous pencherons sur ces effets.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Merci, monsieur le gouverneur et madame Rogers, d'être parmi nous. C'est très apprécié.

Comme nous le savons tous, il y a un genre de *stickiness* ou rigidité en ce qui concerne les prix mondiaux. On a de la difficulté à les réduire. Il semble que la Banque du Canada, de même que plusieurs banques centrales partout dans le monde, ont toutes manqué d'exactitude dans leurs prévisions. Elles ont fait une fausse analyse et les prix ne sont pas descendus autant que prévu. C'est le cas non seulement au Canada, mais également ailleurs et aux États-Unis.

On me pose la question à savoir comment il se fait qu'on se trompe aussi facilement. On ne parle pas seulement de vous; c'est arrivé à toutes les autres banques centrales. Nous connaissons le phénomène de *stickiness* depuis des décennies. Pourquoi, cette fois-ci, l'a-t-on manqué totalement?

M. Macklem : Franchement, je ne crois pas que nous soyons beaucoup trompés dans notre prévision à savoir que l'inflation diminuera. Depuis un an, on anticipait que l'économie ralentirait, que les chaînes d'approvisionnement s'amélioreraient et que l'inflation serait à la baisse. Elle était à 8 % il y a 16 mois. Elle se situe maintenant un peu sous les 4 %. L'inflation a beaucoup diminué et nous croyons que grâce à une économie plus équilibrée, on verra une réduction de l'inflation plus marquée.

Oui, vous avez raison de dire que certains aspects sont *sticky*, pour reprendre votre terme. On constate une certaine persistance et on l'anticipait. Il est vrai qu'elle est un peu plus forte que prévu.

Comme je l'ai mentionné, je pense que c'est attribuable au fait qu'il y a certains obstacles. Le marché du logement est encore serré et les anticipations d'inflation persistent. En gros, nous avons été clairs en disant que nous augmenterions les taux d'intérêt rapidement pour réduire l'inflation, et celle-ci est à la baisse.

Le sénateur Massicotte : Lorsqu'on regarde les nouvelles de ce matin, du côté de la Réserve fédérale des États-Unis (la Fed), les médias américains expliquent qu'il n'y a aucune nécessité de réduire les taux d'intérêt, car les taux d'intérêt dans le secteur commercial ont beaucoup augmenté. On voit déjà un amortissement des coûts, parce que le taux d'intérêt du marché a fait le travail de la banque centrale.

Êtes-vous d'accord avec cette affirmation?

Mr. Macklem: There was a sharp increase in long-term interest rates about two months ago, and you know that the Bank of Canada and the Fed control the overnight rate. That has an effect for a few years, but we do not really have control over 10-year or 30-year interest rates. Those rates have risen sharply. That probably reflects a combination of factors which, honestly, are hard to separate out at this point.

One factor is that the markets have increasingly recognized that central banks will have to maintain higher interest rates for a certain period because of persistent stickiness. It is difficult to attribute all of the increase to monetary policy forecasts. The term premium has increased. That is more difficult to explain. It might be attributable to the increased volatility of long-term interest rates, and the market wants to be compensated for that risk.

Deficits in the U.S. are in the order of 6% or 7%, and it is not clear that they will fall. Some buyers of U.S. bonds have probably cut their purchases. The market should offer them a premium; that could be a factor. Finally, we have seen an increase in Canada, but not by as much as in the U.S.

To return to the question, yes, it is a factor that we must consider in making monetary policy decisions. This suggests that financial conditions in general are tighter than in the past. If interest rates are higher because the market expects us to do what has to be done to control inflation, we will ultimately have to do so if necessary. We cannot leave it all up to market forces.

Senator Massicotte: Thank you.

[English]

Senator Marshall: Thank you, Governor Macklem and Senior Deputy Governor Rogers for being here today.

I wanted to talk about food inflation. There is quite a debate about whether grocers have raised prices too much and price gouging. In some of the articles it appears, Governor, that you think there might be price gouging when it comes to the increase in grocery prices.

I read a paper from the Bank of Canada where it concludes that the data do not necessarily support the notion that the recent high inflation is a consequence of firms leveraging market power to increase their prices.

M. Macklem : Comme on l'a vu depuis environ deux mois, soit une forte hausse des taux d'intérêt à plus long terme, comme vous le savez bien, la Banque du Canada et la Fed contrôlent le taux d'intérêt d'un jour. Cela a un effet pour quelques années, mais on n'a pas vraiment de contrôle sur les taux d'intérêt sur 10 ou 30 ans. On a vu une forte hausse de ces taux d'intérêt. Cela reflète probablement une combinaison de facteurs et, franchement, il est difficile de les séparer maintenant.

L'un des aspects est que les marchés ont de plus en plus réalisé que les banques centrales auront besoin de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé pour un certain temps en raison de la persistance du *stickiness*. Il est difficile de relier toute l'augmentation à des anticipations de politique monétaire. La prime sur le cours du rendement a augmenté. Expliquer ce phénomène est plus difficile. Ce peut être attribuable à une hausse de la volatilité pour ce qui est des taux d'intérêt à long terme, et le marché veut être compensé pour ce risque.

Les déficits aux États-Unis sont de l'ordre de 6 ou 7 %, et il n'est pas clair qu'ils seront appelés à diminuer. Certains acheteurs d'obligations américaines ont probablement réduit leurs achats. Le marché devrait leur offrir une prime; ce peut être un facteur. Finalement, on a vu une augmentation au Canada, mais elle n'est pas aussi importante qu'aux États-Unis.

Pour revenir à la question, oui, c'est un facteur dont on doit tenir compte quand nous prenons nos décisions de politique monétaire. Cela laisse croire que les conditions financières en général sont plus serrées qu'elles ne l'étaient. Si les taux d'intérêt sont plus élevés parce que le marché anticipe que nous ferons ce qu'il faut pour contrôler l'inflation, nous devrions en fin de compte le faire, si besoin est. On ne peut pas juste laisser tout le travail au marché.

Le sénateur Massicotte : Merci.

[Traduction]

La sénatrice Marshall : Monsieur Macklem et madame Rogers, je vous remercie d'être avec nous aujourd'hui.

Je veux parler de l'inflation alimentaire. La question de savoir si les épiciers ont trop augmenté leurs prix et s'ils imposent des prix abusifs fait l'objet d'un débat animé. Dans certains articles, monsieur le gouverneur, vous semblez penser que l'augmentation des prix des produits alimentaires pourrait être excessive.

J'ai lu un document de la Banque du Canada qui conclut que les données ne soutiennent pas nécessairement l'idée que la forte inflation récente est une conséquence du fait que les entreprises ont tiré parti de leur pouvoir de marché pour augmenter leurs prix.

I know that the note says that the views expressed are solely those of the authors and may differ from the official Bank of Canada views.

Seeing that food inflation is a really major issue in Canada, I would appreciate hearing any views that you have on this issue. I am also interested in the cost of mortgages. The food issue concerns everybody. If you can give us some comments or insight into your thoughts on food inflation.

Ms. Rogers: The first comment we would make is the food inflation is probably the one place where nobody can avoid it, right? We all need to buy groceries. It is something that everybody feels.

It is particularly tough on people with a big family, lots of kids, right? It is something that we pay really close attention to, for all of those reasons.

When it comes to firms' pricing behaviour, this is also something that we have watched closely and it was one of the factors that we have listed that we are watching as a signal that underlying inflation is getting back to normal. What we have seen is that firms in general, not specifically — we have not looked at any one segment, grocers for example — but what firms tell us in general in our business surveys is that they have found it easier and more necessary, frankly, to pass their input costs along in the form of higher prices to their customers. There are a few reasons that they have been able to do that more often than normal and at a higher rate than normal. One is the very high demand in the economy. They don't have to worry about losing customers. There is a lot of demand, and the less likely they are to feel the pressure to hold their prices firm.

When inflation was at 2%, what businesses would tell us when we surveyed them is, "Well, yes, my input prices might have gone up." If something like gasoline went up in the near term, and it was affecting their transportation costs, they would be more inclined to absorb that, because they were worried that they would lose customers. But when demand is really high, they don't have that worry, and they pass their input costs on regularly.

What that piece of research that you cited looked at is whether they are passing on more than their input costs, and are they increasing their margin? In that paper, as you saw, our researchers didn't find evidence that they're increasing their profit margins, but what they did find is what we find in our surveys, which is that businesses are more inclined in this environment, an environment of sustained higher inflation, to pass those costs on.

Senator Marshall: The retail grocers have been handed a challenge now, because the government wants them to come in with a plan to decrease prices. Just as somebody who is on the

Je sais que le document précise que les opinions exprimées sont uniquement celles des auteurs et peuvent différer des opinions officielles de la Banque du Canada.

L'inflation alimentaire étant un problème majeur au Canada, j'aimerais connaître votre point de vue sur la question. Je m'intéresse également au coût des hypothèques. La question de l'alimentation concerne tout le monde. J'aimerais que vous nous fassiez part de vos commentaires ou de vos réflexions sur l'inflation alimentaire.

Mme Rogers : Nous devons d'abord dire que l'inflation alimentaire est probablement la seule chose que personne ne peut éviter, n'est-ce pas? Nous avons tous besoin d'acheter de la nourriture. L'inflation alimentaire touche tout le monde.

C'est particulièrement difficile pour les personnes qui ont une famille nombreuse, beaucoup d'enfants. C'est une chose à laquelle nous sommes très attentifs, pour toutes ces raisons.

En ce qui concerne le comportement des entreprises en matière d'établissement des prix, c'est également quelque chose que nous avons surveillé de près et c'est l'un des facteurs que nous avons énumérés et que nous observons comme un signal que l'inflation sous-jacente revient à la normale. Ce que nous avons constaté dans nos enquêtes auprès des entreprises, c'est que les entreprises en général — nous n'avons pas examiné un segment en particulier, les épiciers par exemple — ont trouvé plus facile et plus nécessaire de refiler le coût de leurs intrants à leurs clients sous la forme de prix plus élevés. Pour plusieurs raisons, elles ont pu le faire plus souvent et à un taux plus élevé que la normale. L'une de ces raisons est la très forte demande dans l'économie. Elles n'ont pas à craindre de perdre des clients. La demande est forte, et les entreprises sont moins susceptibles de se sentir obligées de maintenir leurs prix.

Lorsque l'inflation était à 2 %, les propriétaires d'entreprises nous disaient, lorsque nous les interrogions : « Oui, le prix de mes intrants a peut-être augmenté. » Si quelque chose comme l'essence augmentait à court terme et que cela avait une incidence sur leurs frais de transport, ils étaient plus enclins à absorber l'augmentation, parce qu'ils craignaient de perdre des clients. Toutefois, lorsque la demande est très forte, ils n'ont pas ce souci et ils refilent régulièrement le coût de leurs intrants.

L'étude que vous avez citée visait à déterminer si les entreprises refilent plus que le coût de leurs intrants et si elles augmentent leur marge. Comme vous l'avez vu, nos chercheurs n'ont pas trouvé de preuves qu'elles augmentaient leurs marges bénéficiaires, mais ils ont constaté ce que nous avons constaté dans nos enquêtes, à savoir que les entreprises sont plus enclines, dans ce contexte d'inflation élevée et soutenue, à refiler ces coûts aux consommateurs.

La sénatrice Marshall : Les épiciers de détail ont été mis au défi; le gouvernement veut qu'ils présentent un plan de réduction des prix. En observant cela de l'extérieur, il me semble que,

outside looking in, it seems, depending on why the prices are going up, it's almost unfair to the retail grocers. I almost have a little bit of sympathy for them, but I don't have the evidence to support it.

An Hon. Senator: You're alone.

Ms. Rogers: What we would say, what's good news for grocers, is that we do think they can bring their prices down, because we are seeing their input costs coming down. What we are hoping to see is that they have the same inclination on the way down as they had on the way up, and that as their input costs come down they can pass those on to the customer in the form of lower prices. That would certainly help overall inflation, and it would help Canadians.

Senator Martin: Thank you both for your testimony. You talked about the factors that are increasing the inflation rate, the global factors which are beyond our control, but you also said the internal factors are more important. What you said earlier in response to a question is that with a balanced economy, we will have lower inflation.

To achieve this balanced economy, what are the factors, and what do we need to move toward that as a nation?

Mr. Macklem: Just to recap, you don't get up to 8% inflation because one thing happened. The initial burst of inflation, the initial impetus, was more global. You will remember that during the pandemic, we couldn't buy a lot of the services we wanted, so everybody bought goods. The supply chains were clogged up. There were a lot of production problems because of COVID, so demand globally for goods went way ahead of supply. Then Russia attacked Ukraine. Energy prices went way up. Food prices went way up. Those are all goods, and that was the main thing that really boosted inflation, initially.

As many of those things have improved, supply chains have improved, the economy has reopened, we're not buying as many goods, and we're now buying more services but services are much more domestic. It's harder to trade in services, and as the economy reopened, what we discovered was that the demand for services comes back a lot faster than the ability of the economy to produce them, so that drove their prices up. That's the part that is more domestic, and that's the part that our monetary policy has more effect on.

A year ago, the economy was very overheated. You could see it in the labour market, you could see it in product markets and you could see it in firm behaviour. They were passing on input cost increases very quickly.

selon la raison pour laquelle les prix augmentent, c'est presque injuste pour les épiciers de détail. J'ai presque un peu de sympathie pour eux, mais je n'ai pas de preuves à l'appui.

Une voix : Vous êtes la seule.

Mme Rogers : Ce qui est une bonne nouvelle pour les épiciers, c'est que nous pensons qu'ils peuvent baisser leurs prix, parce que nous constatons que les coûts de leurs intrants diminuent. Ce que nous espérons, c'est qu'ils soient aussi enclins à baisser leurs prix qu'ils l'ont été à les augmenter, et qu'ils puissent refiler la baisse à leurs clients avec des prix plus bas. Cela aurait certainement une incidence sur l'inflation en général et aiderait les Canadiens.

La sénatrice Martin : Je vous remercie tous les deux de votre témoignage. Vous avez parlé des facteurs qui font augmenter le taux d'inflation, des facteurs mondiaux qui échappent à notre contrôle, mais vous avez également dit que les facteurs internes sont plus importants. Ce que vous avez dit plus tôt en réponse à une question, c'est qu'avec une économie équilibrée, l'inflation serait moins élevée.

Quels facteurs nous permettraient de parvenir à une économie équilibrée? Que devons-nous faire pour y parvenir en tant que nation?

M. Macklem : Pour résumer, l'inflation n'atteint pas 8 % parce qu'une seule chose s'est produite. La première poussée de l'inflation, l'impulsion initiale, a été plus mondiale. Vous vous souviendrez que, pendant la pandémie, nous ne pouvions pas acheter la plupart des services que nous voulions, alors tout le monde a acheté des biens. Les chaînes d'approvisionnement étaient engorgées. Il y a eu beaucoup de problèmes de production à cause de la COVID, de sorte que la demande mondiale de biens a largement dépassé l'offre. Puis, la Russie a attaqué l'Ukraine. Les prix de l'énergie sont montés en flèche. Les prix des denrées alimentaires ont augmenté. Ce sont tous des biens, et c'est la principale chose qui a vraiment attisé l'inflation au départ.

En raison des améliorations dans les chaînes d'approvisionnement et de la réouverture de l'économie, nous n'achetons plus autant de biens et nous achetons maintenant plus de services, mais davantage au pays. Il est plus difficile de faire le commerce de services et, avec la réouverture de l'économie, nous avons découvert que la demande de services reprenait beaucoup plus vite que la capacité de l'économie à les produire, ce qui a fait grimper leurs prix. C'est la partie qui touche le plus le marché intérieur, et c'est la partie sur laquelle notre politique monétaire a le plus d'effet.

Il y a un an, l'économie était en surchauffe. Cela se voyait sur le marché du travail, sur les marchés de produits et dans le comportement des entreprises. Celles-ci refilaient très rapidement les hausses du coût des intrants aux consommateurs.

We've seen all those things are now moving in the right direction. The economy has slowed. It's no longer overheated. It might be slightly in excess demand and slightly in excess supply. Once you get close, it's hard to say. But what's pretty clear is that we have a forecast of several quarters of weak growth. It's going to be moving into excess supply, if it's not there already. That is going to exert more downward pressure on inflation.

At the Bank of Canada, we really have one instrument, and that is our policy interest rate, and that's what we use to control inflation. Canadians expect us to control inflation, and that's what we're doing.

To get back a bit to where Senator Wallin started, governments have a whole range of instruments. As a general comment, I think the more monetary and government fiscal policy are rowing in the same direction, the easier it's going to be to get inflation back to its target.

Senator Martin: Right now I'm looking at some numbers that are very concerning, as I'm sure everybody around this table is, but a Royal LePage report released last Thursday shows 31% of mortgage holders are set to renew in the next 18 months. The mortgage debt in Canada stands at \$2.1 trillion as of January of this year.

These are very alarming numbers and are concerning. I know you have one specific way in which you're controlling inflation, but are there concerns, looking at these numbers, and are you doing anything to mitigate the impact?

Mr. Macklem: I'll say one thing and then ask the Senior Deputy Governor to expand.

One of the important reasons why we held our policy rate at 5% is that we know that those renewals are coming. We know there's more to come from what we've already done, and we can see it's working, and we know there is more to come. That's why we have a forecast for weaker growth.

As I said, we're trying to manage the risks of over and under doing it. We have factored that in. Is there a risk that it bites more than we think? Yes, there is. There are also risks that households have some extra savings and they're able to pay it down and still consume, so we're trying to balance those.

Perhaps you want to expand a little bit more on the mortgage market itself?

Ms. Rogers: Sure.

Nous avons constaté que tous ces éléments évoluent maintenant dans la bonne direction. L'économie a ralenti. Elle n'est plus en surchauffe. Il se peut qu'il y ait un léger excès de demande et un léger excès d'offre. Quand les courbes se rapprochent, il est difficile de dire ce qu'il en est. Néanmoins, ce qui est clair, c'est que nous prévoyons une croissance faible pendant plusieurs trimestres. Si ce n'est pas déjà le cas, l'offre deviendra excédentaire. Cela exercera une plus grande pression à la baisse sur l'inflation.

À la Banque du Canada, nous n'avons qu'un seul instrument — notre taux directeur —, et nous nous en servons pour gérer l'inflation. Les Canadiens comptent sur nous pour maîtriser l'inflation, et c'est ce que nous faisons.

Pour en revenir à ce qu'a dit la sénatrice Wallin au début de son intervention, les gouvernements disposent de toute une gamme d'instruments. En règle générale, j'estime que, plus la politique monétaire et la politique budgétaire du gouvernement vont dans le même sens, plus il sera facile de ramener l'inflation à sa cible.

La sénatrice Martin : En ce moment, comme tout le monde autour de la table, je crois, je vois des chiffres très inquiétants; un rapport de Royal LePage publié jeudi dernier montre que 31 % des détenteurs de prêt hypothécaire s'apprêtent à renouveler leur contrat au cours des 18 mois à venir. En janvier de cette année, la dette hypothécaire au Canada s'élevait à 2,1 billions de dollars.

Ces chiffres sont très alarmants et préoccupants. Je sais que vous avez une façon bien précise de maîtriser l'inflation, mais ces chiffres vous préoccupent-ils? Faites-vous quelque chose pour en atténuer les effets?

M. Macklem : Je vais dire quelques mots et je demanderai ensuite à la première sous-gouverneure de compléter ma réponse.

L'une des principales raisons pour lesquelles nous avons maintenu notre taux directeur à 5 %, c'est que nous savons que ces renouvellements approchent. Nous savons que notre travail n'est pas fini; nous voyons que nos mesures fonctionnent, mais nous savons aussi qu'il faudra en faire plus. Voilà pourquoi nous prévoyons une croissance plus faible.

Comme je l'ai dit, nous essayons d'équilibrer le risque d'en faire trop et celui d'en faire trop peu. Nous avons tenu compte de cela. Y a-t-il un risque que nos mesures fassent plus mal que nous ne le prévoyons? Oui, c'est possible. Il se peut aussi que les ménages disposent d'une épargne supplémentaire et qu'ils soient en mesure de rembourser leurs prêts tout en continuant à consommer, et nous essayons donc de trouver un équilibre.

Vous souhaitez peut-être parler un peu plus du marché hypothécaire lui-même?

Mme Rogers : Bien sûr.

That number sounds about right. What we know so far is that about 40% of households with mortgages in Canada have already seen their mortgages renew at a higher rate.

Certainly, through surveys and what you read in the news — and the Royal LePage report that you referred to talked about the stress for mortgage holders that are renewing at what are, in some cases, significantly higher rates — but when we look at the data that we monitor to see the degree of stress that's putting on households, we pay close attention, and we get a lot of data from banks. Certainly, there is pressure, and we wouldn't want to minimize it, but we're not seeing anything in the data that would suggest that households are under a significant increased amount of stress. We look at things, for example, like delinquencies or defaults, even, and those, in most cases, are still below pre-pandemic levels.

Now, they are coming up, and we would expect them to come up. There is no way you can increase interest rates to the degree that has happened over the last year and a bit and not see a bit of pressure, particularly with the level of household debt we have.

We're watching those numbers closely. I know a few senators have mentioned they want to talk about mortgages, so we have a lot of information here we can share.

The Chair: I think we will come back to that.

Canadians are, by and large, very diligent about paying their mortgage, even if it means they're sacrificing on other things. When you say that you haven't seen defaults, in fact, it's at a lower rate than pre-pandemic, is that because the big chunk hasn't come in yet, or you don't think it's there?

Ms. Rogers: It could be a variety of factors. I mean, I would start with the amount of savings that Canadians accumulated over the last year and a bit. You heard us talk in previous meetings about what we called "excess savings."

Because we weren't able to spend on some of the things that we would normally spend on through the pandemic, and because there was a lot of support in the economy, overall Canadians' balance sheets improved. We had a lot more savings coming out of the pandemic than we had going in.

Ce chiffre semble assez juste. Ce que nous savons jusqu'à présent, c'est qu'environ 40 % des ménages ayant contracté un prêt hypothécaire au Canada ont déjà vu leur prêt renouvelé à un taux plus élevé.

Certes, nous examinons les enquêtes et les nouvelles — et le rapport de Royal LePage dont vous avez parlé évoquait le stress des détenteurs de prêts hypothécaires qui renouvellent leur hypothèque à des taux qui sont, dans certains cas, nettement plus élevés. Nous examinons les données que nous suivons pour voir le degré de stress qui pèse sur les ménages. Nous sommes très attentifs, et nous recevons beaucoup de données des banques. Certes, il y a des pressions, et nous ne voudrions pas les minimiser, mais nous ne voyons rien dans les données qui puisse indiquer que les ménages sont soumis à un stress nettement plus important. Nous examinons, par exemple, des éléments tels que les défaillances ou les défauts de paiement, et ceux-ci, dans la plupart des cas, sont encore inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie.

Ces niveaux sont en train d'augmenter, et nous nous attendons à ce qu'ils augmentent encore. Il est impossible de hausser les taux d'intérêt dans la mesure où cela s'est produit au cours de l'année écoulée sans qu'il y ait une certaine pression, en particulier avec le niveau d'endettement des ménages que nous observons.

Nous suivons ces chiffres de près. Je sais que quelques sénateurs ont mentionné qu'ils voulaient parler des prêts hypothécaires, et nous avons donc beaucoup d'informations que nous pouvons communiquer.

La présidente : Je crois que nous y reviendrons.

Dans l'ensemble, les Canadiens font preuve d'une grande diligence pour payer leur hypothèque, même si cela signifie qu'ils font des sacrifices à d'autres égards. Lorsque vous dites que vous n'avez pas constaté beaucoup de défauts de paiement et qu'en fait, leur nombre est inférieur à ce qu'il était avant la pandémie, est-ce parce que le gros du problème n'est pas encore arrivé ou parce qu'il n'y aura pas de problème, selon vous?

Mme Rogers : Il pourrait s'agir de différents facteurs. Je commencerais par le montant de l'épargne accumulée par les Canadiens au cours de l'année écoulée. Vous nous avez entendus parler, lors de réunions précédentes, de ce que nous appelons « l'excédent d'épargne ».

Pendant la pandémie, comme nous n'avons pas pu dépenser certaines sommes que nous aurions normalement dépensées et que l'économie bénéficiait de nombreuses mesures de soutien, le bilan financier des Canadiens s'est amélioré dans l'ensemble. Nous avions beaucoup plus d'économies en sortant de la pandémie qu'en y entrant.

When we talk to the banks about how they are dealing with their clients who are renewing and seeing significantly higher payments, what they tell us is that a lot of Canadians are actually paying down their mortgage or taking some of those savings and paying down the mortgage either in a lump sum, or those savings are helping them support higher payments. We're also seeing wage gains that are helping offset.

If you think of a normal renewal environment, most Canadians take out five-year terms on their mortgage. Most will see a combination of their equity improve and their wages improve. That helps them meet higher payments.

There's a variety of factors going on. I don't think we're prepared to attribute it to "there is no problem here." We're going to continue to pay very close attention to it.

Senator Petten: After the Bank of Canada's announcement on September 6, 2023, that it would maintain its policy at 5%, the Honourable Chrystia Freeland, Canada's Deputy Prime Minister and Minister of Finance, recommended the bank's decision is a welcome relief for Canadians.

However, Ms. Freeland's comments, as well as comments from provincial premiers, prior to the decision, drew criticism, suggesting a potential breach of the central bank's independence from government interference. What are your views on such comments? Do you believe they pose a risk to the bank's ability to conduct monetary policy independently and effectively?

Mr. Macklem: Do I think they pose a risk to the independence of the Bank of Canada? No, I don't. I can assure this committee that we take our decisions independently.

Do I think the letters, for example, that I've been getting from the premiers, of which I received a new round recently, could be feeding the impression with some Canadians that the Bank of Canada is not independent of the government? Yes, that does concern me. I did express that to the premiers. I will be writing to them again, and I will similarly express that concern.

What I want to stress is that the premiers' advice to us is not influencing our decisions.

However, the sentiments that they're expressing that their citizens are feeling the effects of higher inflation are being squeezed by higher interest rates, are concerned about making their mortgage payment and car payment and whether they can afford what their kids need, and are worried about high food

Lorsque nous demandons aux banques comment elles abordent le cas de leurs clients qui renouvellent leur hypothèque et qui voient leurs paiements augmenter considérablement, elles nous disent qu'en fait, beaucoup de Canadiens remboursent bien leur prêt hypothécaire ou utilisent une partie de leurs économies pour effectuer des versements forfaitaires, ou encore que leurs économies les aident à assumer des versements plus élevés. Nous constatons également que les hausses de salaire aident à compenser.

Dans un contexte de renouvellement normal, la plupart des Canadiens contractent des prêts hypothécaires avec un taux venant à échéance au bout de cinq ans. La plupart d'entre eux voient une croissance de leur capital et de leur salaire au bout de ces cinq ans. Cela les aide à supporter des paiements plus élevés.

Il y a toute une série de facteurs en jeu. Je ne pense pas que nous soyons prêts à dire qu'il n'y a pas de problème. Nous allons continuer à y prêter une attention toute particulière.

La sénatrice Petten : Après l'annonce par la Banque du Canada, le 6 septembre 2023, du maintien de son taux directeur à 5 %, l'honorable Chrystia Freeland, vice-première ministre et ministre des Finances du Canada, a accueilli la décision de la banque comme un soulagement pour les Canadiens.

Toutefois, les commentaires de Mme Freeland, ainsi que ceux des premiers ministres provinciaux, avant la décision, ont suscité des critiques, car ils pourraient évoquer une atteinte à l'indépendance de la banque centrale par rapport à l'ingérence des gouvernements. Que pensez-vous de cela? Pensez-vous que ces commentaires représentent un risque pour la capacité de la banque à mener la politique monétaire de façon indépendante et efficace?

M. Macklem : Est-ce que je pense qu'ils représentent un risque pour l'indépendance de la Banque du Canada? Non. Je peux assurer au comité que nous prenons nos décisions en toute indépendance.

Est-ce que je pense, par exemple, que les lettres que je reçois des premiers ministres, dont j'ai reçu une nouvelle série récemment, pourraient donner l'impression à certains Canadiens que la Banque du Canada n'est pas indépendante du gouvernement? Oui, et cela me préoccupe. J'en ai fait part aux premiers ministres. Je leur écrirai à nouveau et je leur ferai part de la même préoccupation.

Ce que je veux souligner, c'est que les conseils des premiers ministres n'influencent pas nos décisions.

Cependant, les inquiétudes qu'ils expriment sur le fait que leurs citoyens ressentent les effets d'une inflation plus élevée, qu'ils sont accablés par des taux d'intérêt plus élevés, qu'ils sont préoccupés par le remboursement de leur prêt hypothécaire et automobile, qu'ils se demandent s'ils peuvent acheter ce dont

prices and whether they can put three meals a day on the table — those things do factor into our decisions.

Going back to your question, senator, we survey Canadians regularly. I get many letters directly from Canadians. Those elements are factored into our decisions.

The letters from the premiers are not influencing our decisions. We're very pleased to hear from the premiers regarding the impact of our policies in their provinces. It would be better if they didn't give us instructions on what to do with interest rates.

Senator Massicotte: I gather we're not important enough to be considered, secondly by —

The Chair: Can we get a little clarification on the carbon tax issue and its contribution to inflation, which, of course, you have acknowledged? Can we get some numbers on that? What happens to your assumptions when we see changes and moves like we did this week, where the collection will be less and then there will be more cost if we're going to subsidize other heating sources, et cetera? How do you react to that when that sort of thing happens out of the blue?

Mr. Macklem: There are two key numbers that I can give you. The first question is about the increases in the carbon tax that are built in going forward. How much will those increase inflation each year? The answer to that is our estimate, based on its direct impact on the three fuel components, which is that it will increase inflation by 0.15 percentage points per year, a pretty small number per year.

The second question that we are often asked is: What would happen to inflation if the carbon tax were eliminated, the whole thing? And our estimate of the direct effect of that on inflation is it would cut inflation by 0.6 percentage points for one year. The reason it is only for one year is that you can only eliminate it once, and once it's fallen out, it can't fall out the next year. For one year, it would reduce it by 0.6 percentage points.

With respect to the latest announcements of the government, I don't have a calculation for you, but given that it's on one type of fuel that's not used by many Canadians, I don't have a number, but I'm pretty sure it would be a very small number relative to those numbers I already gave you.

leurs enfants ont besoin, qu'ils s'inquiètent des prix élevés des aliments et qu'ils se demandent s'ils pourront mettre trois repas par jour sur la table — ces éléments entrent en ligne de compte dans nos décisions.

Pour en revenir à votre question, sénatrice, nous sondons régulièrement les Canadiens. Je reçois de nombreuses lettres directement des Canadiens. Tous ces éléments sont pris en compte dans nos décisions.

Les lettres des premiers ministres n'influencent pas nos décisions. Nous sommes très heureux de recevoir des commentaires des premiers ministres sur les incidences de nos politiques dans leurs provinces. Cela dit, il serait préférable qu'ils ne nous donnent pas d'instructions sur la gestion des taux d'intérêt.

Le sénateur Massicotte : Je suppose que nous ne sommes pas assez importants pour être pris en considération, après les...

La présidente : Pouvons-nous obtenir quelques éclaircissements sur la question de la taxe sur le carbone et sa contribution à l'inflation, que vous avez bien sûr reconnue? Pouvons-nous obtenir des chiffres à ce sujet? Qu'adviendrait-il de vos hypothèses lorsque nous assistons à des changements et à des mesures comme celles que nous avons vues cette semaine, à savoir que la taxe perçue sera moins élevée et que les coûts augmenteront si le gouvernement subventionne d'autres sources de chauffage, et ainsi de suite? Comment réagissez-vous lorsque ce genre de choses survient à l'improviste?

M. Macklem : Je peux vous donner deux chiffres clés. La première question concerne les augmentations de la taxe sur le carbone qui sont prévues pour l'avenir. Dans quelle mesure ces augmentations feront-elles croître l'inflation chaque année? La réponse à cette question est notre estimation, qui repose sur les effets directs de la taxe sur les trois combustibles pris en compte dans l'indice des prix à la consommation. Nous croyons que ces augmentations entraîneront une hausse de l'inflation de 0,15 point de pourcentage par an, ce qui est assez peu.

La deuxième question que l'on nous pose souvent est la suivante : qu'adviendrait-il de l'inflation si la taxe sur le carbone était entièrement éliminée? Notre estimation de l'effet direct de cette mesure sur l'inflation est qu'elle la réduirait de 0,6 point de pourcentage pendant un an. La raison pour laquelle ce n'est que pour un an, c'est qu'on ne peut l'éliminer qu'une seule fois, et qu'une fois qu'elle aura été éliminée, elle ne pourra plus l'être l'année suivante. Cette mesure réduirait l'inflation de 0,6 point de pourcentage pendant un an.

En ce qui concerne les dernières annonces du gouvernement, je n'ai pas de calcul pour vous. Cela dit, étant donné qu'il s'agit d'un type de combustible qui n'est pas utilisé par de nombreux Canadiens, je suis à peu près certain — même si je n'ai pas de chiffres — qu'il s'agit d'un montant très faible par rapport aux chiffres que je vous ai déjà donnés.

The Chair: But there's more spending associated with it in terms of subsidies.

Mr. Macklem: They've articulated some plans to subsidize heat pumps. I don't have an analysis of that. It just came out. My expectation is the macroeconomic effects of that on inflation would be pretty small.

The Chair: Thank you very much.

Senator Loffreda: In recent years there has been an increase in the proportion of residential properties purchased by investors, and the Bank of Canada found that the share of homes purchased by investors increased in 2021.

To what extent are investors affecting housing affordability? What is the proportion of investors in the real estate market? Is this a concerning trend, or could it be if real estate prices were to stabilize or decrease? We've had witnesses say that there's no rolling back. It would be catastrophic for Canadians if real estate prices do decrease. Is this a concerning trend, and would it affect your future monetary policy?

Ms. Rogers: Well, I would come back to the comment I made earlier. Our view on this issue is we have a structural supply problem. We've had a housing affordability problem for quite some time. My career in the financial sector in this country goes back to days in B.C. more than 10 years ago, and I remember I had a range of responsibilities for regulation. The thing that always seemed to be on my desk was real estate in one form or another. At that time, there was a lot of concern about foreign ownership and there was a series of tax measures that came in.

Our view is that we need measures that address supply to solve this problem.

Certainly, the role of investors, particularly in the time period you mentioned — and we commented on this — has contributed, we think, to the run-up. I think when people are buying houses because they are speculating on a profit, they're anticipating a quick run-up in price. That's usually the sort of investor sentiment or incentive around housing. Certainly, that doesn't help. That's going to add to demand. If supply can't meet that demand, it's only going to put pressure on house prices.

It's one factor but far from the only factor.

Senator Loffreda: Is there a large proportion of real estate owners that are investors in Canada?

La présidente : Mais il y a une augmentation des dépenses associées aux subventions.

M. Macklem : Le gouvernement a formulé des plans pour subventionner les thermopompes. Je n'ai pas d'analyse à ce sujet. Cela vient tout juste d'être annoncé. Je m'attends à ce que les effets macroéconomiques de cette mesure sur l'inflation soient plutôt faibles.

La présidente : Merci beaucoup.

Le sénateur Loffreda : Ces dernières années, la proportion de biens immobiliers résidentiels achetés par des investisseurs a augmenté, et la Banque du Canada a constaté que la part des logements achetés par des investisseurs a augmenté en 2021.

Dans quelle mesure les investisseurs influencent-ils l'abordabilité des logements? Quelle est la proportion d'investisseurs sur le marché immobilier? Cette tendance est-elle préoccupante, ou pourrait-elle l'être si les prix de l'immobilier se stabilisaient ou diminuaient? Des témoins nous ont dit qu'un retour en arrière était impossible. Une baisse des prix de l'immobilier serait catastrophique pour les Canadiens. S'agit-il d'une tendance préoccupante, et cela influencerait-il votre future politique monétaire?

Mme Rogers : Eh bien, je reviendrai sur le commentaire que j'ai fait plus tôt. Notre point de vue sur cette question est que nous avons un problème d'offre structurelle. Nous avons un problème d'abordabilité du logement depuis assez longtemps. Ma carrière dans le secteur financier de notre pays remonte à l'époque où je travaillais en Colombie-Britannique, il y a plus de 10 ans, et je me souviens que j'avais toute une série de responsabilités en matière de réglementation. La chose qui semblait toujours revenir sur mon bureau était l'immobilier, sous une forme ou une autre. À l'époque, on s'inquiétait beaucoup des propriétaires étrangers, et il y a eu une série de mesures fiscales à cet égard.

À notre avis, pour résoudre ce problème, il nous faut des mesures qui concernent l'offre.

Il est certain que le rôle des investisseurs, en particulier au cours de la période que vous avez mentionnée — et nous avons fait des commentaires à ce sujet —, a contribué, selon nous, à la hausse des prix. Je pense que lorsque les gens achètent des maisons parce qu'ils spéculent sur un profit, ils anticipent une hausse rapide des prix. C'est généralement ce qui motive les investisseurs à s'intéresser à l'immobilier. Il est certain que cela n'aide pas. Cela augmente la demande. Si l'offre ne peut pas répondre à cette demande, cela ne fait qu'augmenter la pression sur les prix des maisons.

C'est un facteur, mais c'est loin d'être le seul.

Le sénateur Loffreda : Y a-t-il une grande proportion de propriétaires immobiliers qui sont des investisseurs au Canada?

Ms. Rogers: I've seen more than one study on this topic, and it depends on how you define an investor, whether you consider anybody who owns more than one home to be an investor, or whether you consider how long they're going to hold the house. It's hard to put a number on that, and it's even harder to put a number on what that is contributing to the overall affordability problem.

Mr. Macklem: Building on that, we don't have direct estimates of what an investor is. You have to kind of infer it. You have to back it out. That's why the estimates are all over the place.

Just to summarize a couple of things, the foreign investors were a bigger part of the market. A variety of measures, I think, have reduced the foreign investor issue. It's now more of a domestic issue. Certainly, in the rapid run-up, investors, as you were saying, are attracted by immediate returns. When things look like they're going up, that draws it in. Now as prices start to come down, you see that come down. It's pretty difficult to predict exactly where prices are going to go forward. Some of that investor froth has been taken out with house prices coming down 10%. That doesn't mean it's still not a factor, but I think some has come out.

Senator C. Deacon: Thank you, Governor and Senior Deputy Governor, for being here.

I want to ask about chart 16, looking at GDP growth per capita, because we spent a lot of time earlier this year looking at business investment in the digital and data era.

We found that the United States is growing their business investment at four times the rate of Canada in a per-worker basis in the digital sector. Our GDP per capita is slowing. We don't see a strategy in place to change that at this point. It worries me because that is, as we say, a core productivity issue. We identified a number of factors: competition policy, data strategy, governance, privacy policy. An IP protection strategy moving forward is very crucial in the era we're now in.

Help us understand the GDP per worker challenges or GDP versus citizen challenges we're going to be facing in this country. The OECD doesn't paint a very nice picture looking forward. What are your thoughts?

Mr. Macklem: How long does the committee have?

Mme Rogers : J'ai vu plus d'une étude à ce sujet, et cela dépend de la façon de concevoir l'investisseur, que ce soit défini en fonction du fait de posséder une maison ou de la durée de possession d'une maison. Il est difficile de chiffrer cela, et encore plus de chiffrer l'incidence que cela peut avoir sur le problème de l'abordabilité en général.

M. Macklem : J'ajouterais que nous n'avons pas de données précises sur ce qui constitue un investisseur. Il faut en quelque sorte déduire cela. Il faut s'appuyer sur quelque chose. C'est pour cela qu'il y a toutes sortes de données.

J'aimerais seulement faire de brèves observations. Les investisseurs étrangers ont occupé une plus grande part du marché. Je pense que diverses mesures ont atténué le problème associé aux investisseurs étrangers. Le problème se situe davantage à l'échelle nationale. Comme vous l'avez indiqué, la hausse rapide a certainement attiré les investisseurs qui cherchent à obtenir un rendement immédiat. Quand il semble y avoir une tendance haussière, cela attire les investisseurs. On voit que cela s'estompe quand les prix commencent à baisser. Il est très difficile de prédire exactement dans quel sens iront les prix. Cet engouement de la part des investisseurs s'est en partie estompé avec la baisse de 10 % des prix des maisons. Cela ne veut pas dire que ce facteur n'a plus d'incidence, mais je pense que l'effet s'est en partie estompé.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie d'être des nôtres, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure.

Je voulais vous poser une question sur le graphique 16, qui porte sur la croissance du PIB par habitant, car, plus tôt cette année, nous avons consacré beaucoup de temps à l'étude des investissements des entreprises à l'ère du numérique et des données.

Nous avons constaté qu'aux États-Unis, les investissements des entreprises ont connu un taux de croissance par travailleur quatre fois plus important qu'au Canada dans le secteur numérique. La croissance de notre PIB par habitant ralentit. À l'heure actuelle, nous ne voyons pas de stratégie en place pour changer cela. Cela m'inquiète, car on pourrait dire qu'il s'agit d'un problème de productivité fondamental. Nous avons cerné un certain nombre de facteurs comme les politiques sur la concurrence, la stratégie sur les données, la gouvernance et les politiques de protection de la vie privée. À l'ère où nous vivons, il est absolument crucial d'aller de l'avant avec une stratégie de protection de la propriété intellectuelle.

Aidez-nous à comprendre les problèmes auxquels notre pays devra faire face en ce qui a trait au PIB par travailleur ou par habitant. L'OCDE brosse un portrait qui n'est pas très reluisant. Qu'en pensez-vous?

M. Macklem : De combien de temps le comité dispose-t-il?

This is the real puzzle for us in Canada. On the one hand, if you look at Canada and the United States over the last 20 years, our growth rates are pretty comparable. But the sources of growth have been different. In Canada, we're really good at growing our economy by adding workers; there's a lot to be said for that. One of the ways we have done that is we have much higher labour participation rates in Canada than in the United States, particularly among women. If anything, we've been surprised and happy to see the female participation rate has continued to move up, approaching the male participation rate. Obviously, we have much higher rates of immigration. We have a good immigration policy, a lot of economic class immigrants. Companies are good at hiring them. We're good at integrating them into the labour force.

Whereas, in the U.S., they're growing partly through adding workers. But a lot of their growth comes from increasing output per worker or productivity. Why can't we get more productivity and why is productivity important?

I share your concerns. Productivity is so important because it's actually what sustains per capita increases in the standard of living. It's what pays higher wages. We'd love to see higher wages, but they need to be sustained with higher productivity. Why is it that we don't have higher productivity growth in Canada?

I think you've identified a number of factors. I think if you just look at the data, what do we know? Companies that invest more in new machinery and equipment, new ICT technology, R&D, in the talent of their workers and how they organize work hard to attack costs and drive costs out so they can be more competitive. As I said earlier, we have many great companies doing that in Canada and they're competing successfully globally. Why don't we have more and why can't you see it more in the productivity data?

I think that is a difficult question. I think there are some structural barriers. We have a lot more small- and medium-sized companies in Canada than in the United States. We know that small- and medium-sized companies don't have the resources to digitalize in the same way that bigger companies do. We're a big country. We have high transportation costs.

I do think there are some underlying puzzles. I'm glad the Senate is studying it and I do think there are some things that governments should really be looking at. And particularly in an

C'est là le véritable casse-tête pour le Canada. Quand on compare les bilans du Canada et des États-Unis pour les 20 dernières années, on constate que leurs taux de croissance sont assez semblables. Cependant, les sources de cette croissance sont différentes. Au Canada, nous sommes très bons pour faire croître notre économie en ajoutant des travailleurs; on pourrait en dire long là-dessus. C'est notamment parce que le taux de participation au marché du travail est beaucoup plus élevé au Canada qu'aux États-Unis, surtout chez les femmes. D'ailleurs, nous avons été agréablement surpris de constater que le taux de participation au marché du travail chez les femmes a continué d'augmenter, au point où il s'approche du taux de participation des hommes. Évidemment, nous avons aussi un taux d'immigration beaucoup plus important. Nous avons une bonne politique d'immigration et beaucoup d'immigrants de la catégorie de l'immigration économique. Les entreprises sont bonnes pour les embaucher. Nous savons les intégrer au marché du travail.

Quant aux États-Unis, leur croissance vient partiellement de l'ajout de travailleurs, mais en grande partie de la hausse de rendement ou de productivité par travailleur. Pourquoi ne pouvons-nous pas être plus productifs, et pourquoi la productivité est-elle importante?

Je partage vos préoccupations. La productivité est très importante parce que c'est ce qui maintient la hausse du niveau de vie par habitant. C'est ce qui permet de hausser les salaires. Nous aimerais voir des salaires plus élevés, mais pour les maintenir à ce niveau, il faut plus de productivité. Pourquoi la productivité n'augmente-t-elle pas davantage au Canada?

Je pense que vous avez cerné un certain nombre de facteurs. Que nous révèlent les données? Les entreprises qui investissent davantage dans de la nouvelle machinerie et de nouveaux équipements, dans les nouvelles technologies de l'information et des communications, dans la recherche et le développement, dans le perfectionnement de leurs travailleurs et dans leur façon de s'organiser travaillent fort pour réduire et éliminer des coûts afin d'être plus concurrentielles. Comme je l'ai dit plus tôt, le Canada compte beaucoup d'entreprises remarquables qui parviennent à soutenir la concurrence à l'échelle mondiale. Pourquoi ne sont-elles pas plus nombreuses, et pourquoi cela ne se reflète-t-il pas davantage dans les données sur la productivité?

Je pense que c'est une question difficile. Je crois qu'il existe des barrières structurelles. Il y a beaucoup plus de petites et moyennes entreprises au Canada qu'aux États-Unis. Nous savons que les petites et moyennes entreprises n'ont pas les ressources nécessaires pour adopter le numérique de la même façon que les grandes entreprises. Le Canada est un grand pays. Nos coûts de transports sont élevés.

Je crois qu'il y a certaines difficultés sous-jacentes. Je suis heureux que le Sénat étudie cela, et je crois effectivement que les gouvernements devraient vraiment se pencher sur certaines

environment where I think the fiscal choices are only going to get tougher, a lot of these measures don't require spending money. They're regulation. They're reducing interprovincial barriers. They're making approvals more predictable and timely. Those don't cost money and they will grow the economy, expand the tax base, and make everything easier, including monetary policy because we need to keep supply and demand roughly in balance to keep inflation under control. The more supply is growing, the more demand can grow without causing inflation.

Senator C. Deacon: Thank you.

[Translation]

Senator Gignac: My next question is not a criticism of your monetary policy, as I think you're doing the best you can with the tools you have.

However, your monetary policy, right now, has become the most restrictive in the G7 if we take into account core inflation in each of the countries and your key interest rate — and it's the economists at the Bank of Canada who are saying this.

I'm trying to understand the responsibility of fiscal policy in all this. Do you agree with former governor of the Bank of Canada, David Dodge, who said that adopting fiscal anchors would help monetary policy, since, as you said last Monday, the two are currently rowing in two different directions?

Mr. Macklem: Current governors of the Bank of Canada do not advise on monetary policy.

I was recently in London, and Canada's reputation is good. As far as monetary policy goes, it was said that the decisions were good and very clear. As for fiscal policy, in the G7, our GDP to deficit ratio, along with Germany's, is the lowest. We have an AAA credit rating with Germany.

So Canada is stable and it's a good place to invest. There are a lot of positives. My only advice, really, is that these are great advantages for Canada and it's important to protect them.

Senator Gignac: Yes, but I just want to be clear.

You said in the House of Commons on Monday that this fiscal policy was not rowing in the same direction as monetary policy — I'm just trying to understand. If it were rowing in the right direction — and I know you don't like that — could we claim that we'd have a monetary policy that was a little less restrictive? Because right now, it's the most restrictive in the G7.

chooses. D'ailleurs, dans un contexte où, selon moi, les décisions financières ne seront que plus difficiles, il est à souligner que bon nombre de ces mesures n'exigeraient aucune dépense. Il s'agit de prendre des mesures réglementaires, de réduire les barrières interprovinciales, de rendre le processus d'approbation plus prévisible et plus rapide. Ces mesures ne coûtent pas d'argent et contribueront à faire croître l'économie, à élargir l'assiette fiscale et à tout simplifier, y compris la politique monétaire, car il faut assurer un certain équilibre entre l'offre et la demande afin de maîtriser l'inflation. Plus l'offre augmente, plus la demande peut augmenter sans causer de l'inflation.

Le sénateur C. Deacon : Merci.

[Français]

Le sénateur Gignac : Ma prochaine question n'est pas une critique de votre politique monétaire, parce que je pense que vous faites votre possible avec les outils que vous avez.

Par contre, votre politique monétaire, actuellement, est devenue la plus restrictive du G7, si on tient compte du *core inflation* dans chacun des pays et de votre taux directeur — et ce sont les économistes de la Banque du Canada qui le disent.

J'essaie de comprendre la responsabilité de la politique budgétaire dans tout cela. Êtes-vous d'accord avec l'ex-gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, qui disait que si on adoptait des ancrages budgétaires, cela aiderait à la politique monétaire, puisque, comme vous l'avez dit lundi dernier, actuellement les deux rament dans deux directions différentes?

M. Macklem : Les gouverneurs actuels de la Banque du Canada ne donnent pas de conseils sur les politiques monétaires.

Récemment, j'étais à Londres et la réputation du Canada est bonne. Pour la politique monétaire, on a dit que les décisions étaient bonnes et très claires. Quant à la politique budgétaire, au G7, notre ratio de déficit, notre PIB, avec celui de l'Allemagne, est le taux le plus bas. Nous avons un crédit AAA avec l'Allemagne.

Donc, le Canada est stable et c'est un bon endroit pour investir. Il y a beaucoup de points positifs. Mon seul conseil, vraiment, c'est que ce sont de grands avantages pour le Canada et c'est important de les protéger.

Le sénateur Gignac : Oui, mais je voudrais juste être clair.

Vous avez affirmé lundi à la Chambre des communes que cette politique budgétaire ne ramait pas dans la même direction que la politique monétaire — j'essaie juste de comprendre. Si elle ramait dans la bonne direction — et je sais que vous n'aimez pas cela —, peut-on prétendre qu'on aurait une politique monétaire qui serait un peu moins restrictive? Parce qu'à l'heure actuelle, c'est la plus restrictive au sein du G7.

Mr. Macklem: If fiscal and monetary policies are moving in the same direction, it will be easier to reduce inflation, and yes, this will have a positive impact on interest rates, of course.

[English]

The Chair: Somebody else needs to give them advice rather than the governor of the bank.

[Translation]

Senator Bellemare: I'd like to continue with the same reasoning as my colleague Senator Gignac.

You talked about coordination, and I find that very interesting. Having coordinated monetary and fiscal policies is not a sin, and it doesn't take away the bank's independence — quite the contrary. It can improve its effectiveness. We can coordinate demand, and we can coordinate supply, perhaps — I don't know. I'd like to hear what you have to say about that.

There's a third element to my question about new tools you could perhaps have. I was looking at your balance sheets and I wondered: When we had very low interest rates a few years ago, we sometimes risked deflation; we even wondered about that, as we wanted to stimulate the economy. We used quantitative easing and those were big numbers.

I was looking at your balance sheets, and quantitative tightening is slow. What consequences could it have to quantitatively tighten balance sheets and play on that quickly?

I also have a very simple question because I didn't understand the impact. I'd like you to explain something. "Payments Canada members," which didn't exist before 2020, arrived with COVID-19. Maybe there was another institution that coordinated payments, but in your balance sheet, it didn't appear on this line. It was at zero and it went up to \$500 billion in the first quarter of 2021.

The same goes for Government of Canada bonds: They also rose sharply, to \$430 billion by early 2021.

Are these instruments you can play with without touching the key interest rate? This surely has an impact on longer-term rates. I'd like to hear what you have to say about this and find out whether it's a workable approach.

Mr. Macklem: I'd like to start with the second part of your question about quantitative easing and quantitative tightening.

M. Macklem : Si les politiques budgétaires et monétaires vont dans la même direction, ce sera plus facile de réduire l'inflation, et oui, cela aura des répercussions positives sur les taux d'intérêt, bien sûr.

[Traduction]

La présidente : Il faudrait que quelqu'un d'autre que le gouverneur de la banque leur donne des conseils.

[Français]

La sénatrice Bellemare : J'aimerais poursuivre sur le même raisonnement que mon collègue le sénateur Gignac.

Vous avez parlé de la coordination et je trouve cela très intéressant. Politique monétaire et politique fiscale coordonnées, cela n'est pas péché et n'enlève pas l'indépendance de la banque, bien au contraire. Cela peut améliorer son efficacité. On peut se coordonner par rapport à la demande, et on peut coordonner l'offre, peut-être — je ne sais pas. J'aimerais vous entendre à ce sujet.

Il y a un troisième élément à ma question concernant les nouveaux outils que vous pourriez peut-être avoir. J'examinais vos bilans financiers et je me suis posé la question : lorsqu'on avait des taux d'intérêt très faibles, il y a quelques années, on risquait parfois la déflation; on s'est même posé la question, car on voulait relancer l'économie. On a utilisé l'assouplissement quantitatif et c'étaient de gros chiffres.

Je regardais vos bilans financiers et le resserrement quantitatif est lent. Quelles conséquences cela pourrait-il avoir de resserrer quantitativement les bilans et de jouer sur cela rapidement?

J'ai aussi une question bien simple parce que je ne comprenais pas l'impact. J'aimerais que vous m'expliquiez : « membres de Payments Canada », qui n'existe pas avant 2020, est arrivé avec la COVID-19. Peut-être qu'il y avait une autre institution qui coordonnait les paiements, mais dans votre bilan, cela n'apparaissait pas à cette ligne. C'était à zéro et cela a monté jusqu'à 500 milliards de dollars au premier trimestre de 2021.

Même chose en ce qui concerne les obligations du gouvernement du Canada : elles ont aussi beaucoup augmenté, et ce, jusqu'à 430 milliards au début de 2021.

Est-ce que ce sont des instruments sur lesquels on peut jouer sans toucher au taux d'intérêt directeur? Cela a sûrement un impact sur les taux à plus long terme. J'aimerais vous entendre là-dessus et savoir si cette façon de faire est utilisable.

M. Macklem : J'aimerais commencer par la deuxième partie de votre question au sujet de l'assouplissement quantitatif et du resserrement quantitatif.

Some aspects are very operational. There's Canada's payments system, which is not monetary policy. The Bank of Canada acts as banker for the government, which makes deposits when it pays its employees. All these deposits come off our balance sheet.

These are operational aspects that are not related to our mandate for monetary policy. What is part of our mandate is quantitative easing and now quantitative tightening.

When it comes to quantitative tightening, when bonds mature, we drop them from our balance sheet. We don't actively sell our balance sheet. Some central banks do, including the Bank of England. Its situation is somewhat different from ours.

The bonds on its balance sheet are much more long-term. So if it doesn't sell, its balance sheet will remain high for a very long time.

Like the U.S. Federal Reserve's balance sheet, our balance sheet is shorter-term. So by dropping bonds as they mature, our balance sheet shrinks.

According to the figures we have, at the peak, the balance sheet showed \$575 billion in bonds and now it's \$324 billion. If we continue with quantitative tightening, towards the end of 2024, it will be around \$260 billion.

With regard to the first part of your question about coordination, I'd like to clarify two things. First, governments have many priorities: education, security, health, protection of the vulnerable. That's why most democratic countries have created a central bank whose sole mandate is price stabilization, and whose main instrument is the interest rate.

The government also has a role in stabilizing the economy and the inflation cycle, but since it has many priorities, it's harder for it to balance all that. That's why we have Canada's central bank, which has a clear mandate and operational independence, and in most cases, we can all make our own decisions.

On the other hand, if I'm asked whether the federal and provincial governments should take into account the impact of inflation on their spending, I would say that, in a context of high inflation over the past two years, the government should take it into account.

[English]

Senator Marshall: Thank you very much. I didn't realize my turn was so quick.

Certains aspects sont très opérationnels. Il y a le système de paiements du Canada qui n'est pas la politique monétaire. La Banque du Canada agit à titre de banquier pour le gouvernement, qui fait des dépôts lorsqu'il paye les employés de l'État. Tous ces dépôts sortent de notre bilan.

Ce sont des aspects opérationnels qui ne sont pas liés à notre mandat pour la politique monétaire. Ce qui fait partie de notre mandat, c'est l'assouplissement quantitatif et maintenant, le resserrement quantitatif.

En ce qui concerne le resserrement quantitatif, lorsque les obligations arrivent à échéance, on les laisse tomber de notre bilan. On ne vend pas de manière active notre bilan. Quelques banques centrales le font, dont la Banque d'Angleterre. Elle a une situation quelque peu différente de la nôtre.

Les obligations qui figurent à son bilan sont beaucoup plus à long terme. Donc si elle ne vend pas, son bilan demeurera élevé pour très longtemps.

Comme la banque centrale américaine, notre bilan est à plus court terme. Donc, en laissant tomber les obligations lorsqu'elles arrivent à échéance, notre bilan diminue.

Selon les chiffres que nous avons, au sommet, le bilan affichait 575 milliards de dollars en obligations et maintenant, il y en a pour 324 milliards. Si on continue avec le resserrement quantitatif, vers la fin de 2024, il sera environ à 260 milliards de dollars.

Quant à la première partie de votre question au sujet de la coordination, j'aimerais préciser deux choses. Premièrement, les gouvernements ont beaucoup de priorités : éducation, sécurité, santé, protection des personnes vulnérables. C'est pourquoi la plupart des pays démocratiques ont créé une banque centrale dont le seul mandat est la stabilisation des prix et dont l'instrument principal est le taux d'intérêt.

Le gouvernement a aussi un rôle de stabilisation de l'économie et du cycle de l'inflation, mais puisqu'il a beaucoup de priorités, c'est plus difficile pour lui d'équilibrer tout cela. C'est pourquoi nous avons la banque centrale du Canada, dont le mandat est précis et qui a une indépendance opérationnelle, et dans la plupart des cas, on peut tous prendre nos décisions.

Par ailleurs, si on me demande si les gouvernements fédéral et provinciaux devraient tenir compte des impacts de l'inflation sur leurs dépenses, je dirais que dans un contexte de taux d'inflation élevé depuis deux ans, le gouvernement devrait en tenir compte.

[Traduction]

La sénatrice Marshall : Merci beaucoup. Je ne me suis pas rendu compte que mon tour allait arriver aussi rapidement.

I wanted to talk about your financial statements, too, and this is something we have spoken about before, the loss on your statements. We talked about the reason why you are incurring a loss.

When you look at the financial statements of the Government of Canada, which were just released, the amount of money that you are no longer remitting to the government as revenues for them is very noticeable. They miss the revenues that you were providing.

I noticed from your financial statements for the quarterlies for the end of June, you talk about the net loss, and you say, "In time, the Bank will return to a net income position."

Does that mean that when you return to a net income position that you will start remitting those revenues to the government again? I am just wondering how long will it be before you start remitting money to the Government of Canada? How many years? Have you projected it out?

Ms. Rogers: We have. It depends. It is always difficult to forecast around our balance sheet, because it depends a lot on the path of interest rates.

Senator Marshall: I know.

Ms. Rogers: To go to the first part of your question, Senator Marshall, we will recoup the losses before we start remitting.

Senator Marshall: It is long term?

Ms. Rogers: It is longer term.

If you look at the market path for interest rates, and you project that out, our best estimate at this point in time is that we would be back to remitting profits to the government in 2030.

Senator Marshall: 2030.

Mr. Macklem: We will move back to profitability before then, but we use that to recoup the losses.

Senator Marshall: You have to recoup, yes.

Mr. Macklem: When those are recouped, we will begin remitting again.

Senator Marshall: Then you will start, okay.

Je voulais aussi parler de vos états financiers et de quelque chose dont nous avons déjà parlé auparavant, c'est-à-dire la perte indiquée dans vos états financiers. Nous avons parlé de la raison pour laquelle vous enregistrez une perte.

Quand on examine les états financiers du gouvernement du Canada, qui viennent d'être publiés, on constate que la perte au chapitre des revenus qui sont remis au gouvernement est vraiment considérable. Le gouvernement ne reçoit pas les revenus que vous lui fournissez.

Dans vos états financiers, j'ai remarqué que, pour la période de trois mois close à la fin de juin, vous parlez d'une perte nette, et vous dites : « Avec le temps, la Banque reviendra à un résultat net positif. »

Est-ce à dire que, lorsque vous reviendrez à un résultat net positif, vous recommencerez à remettre ces revenus au gouvernement? Je me demande seulement dans combien de temps vous recommencerez à remettre de l'argent au gouvernement du Canada. Dans combien d'années? Avez-vous fait des prévisions à ce sujet?

Mme Rogers : Nous en avons fait. Cela dépend de la situation. Il est toujours difficile d'établir des prévisions par rapport à notre bilan financier, car cela dépend beaucoup de l'évolution des taux d'intérêt.

La sénatrice Marshall : Je sais.

Mme Rogers : Pour ce qui est de la première partie de votre question, sénatrice Marshall, nous allons recouvrer les pertes avant de commencer à remettre de l'argent.

La sénatrice Marshall : Est-ce à long terme?

Mme Rogers : C'est à plus long terme.

Si nous établissons des prévisions en fonction de l'évolution des taux d'intérêt sur le marché, d'après nos meilleures estimations à l'heure actuelle, nous recommencerais à remettre des gains au gouvernement en 2030.

La sénatrice Marshall : En 2030.

Mr. Macklem : Nous recommencerais à enregistrer des gains avant cela, mais nous les utiliserons pour recouvrer les pertes.

La sénatrice Marshall : Vous devez les recouvrer, en effet.

Mr. Macklem : Une fois qu'elles seront recouvrées, nous recommencerais à remettre de l'argent.

La sénatrice Marshall : Vous commencerez à le faire à ce moment-là, d'accord.

It is quite noticeable on the government's income statement that you are no longer remitting anything to the government. I realize that you are holding their bonds, but, nonetheless, they are still missing your income.

So 2030, thank you.

Senator Galvez: Thank you. I am sure you know that our six big banks are heavily invested in fossil fuels, and when you talk to them, they will say that if they stop these investments, that will have a very negative impact on the Canadian economy and its stability.

Earlier, in an answer to my question about what the impact of fossil fuels is on inflation, you said that you don't have in-depth analysis of the complex sector of fossil fuels and its relationship to our economy.

At the same time, on your website, you say that climate change is a big issue for central banks, and you say that climate change is reshaping the Canadian economy.

Can you please tell us a little bit more on how you see all of these things interacting with one another? Thank you.

Mr. Macklem: The first point I want to make is that the Bank of Canada does not have any explicit mandate for climate change, but exactly as you said, climate change is a major force that is affecting the Canadian economy. It will impact virtually every sector of the Canadian economy.

In fulfilling our responsibilities of monetary policy and in fulfilling our responsibilities to promote a stable and efficient financial system, we need to understand the effects of climate change on the economy.

We have been doing two big things: The first one is more advanced. We have been working with the Office of the Superintendent of Financial Institutions, or OSFI, together with major financial institutions, to assess the financial stability risks posed by climate change. Here the main risk is that the market is underestimating or mispricing the climate risks, and at some point those risks crystallize, and you see a rapid, large asset revaluation that leaves a big hole in the financial system. Then we have a financial stability issue.

There is a lot of uncertainty about how climate change is going to play out. Nobody really knows. I don't think anybody can forecast it, and if they tell you they can, I would be a little skeptical.

Le fait que vous ne remettez plus rien au gouvernement a un effet très considérable sur l'état des revenus du gouvernement. Je sais que vous êtes détenteurs de ses obligations, mais il n'en demeure pas moins que vos revenus leur manquent.

Donc en 2030, merci.

La sénatrice Galvez : Merci. Je suis sûre que vous savez que nos six grandes banques investissent énormément dans les combustibles fossiles. Quand on les interroge à ce sujet, elles disent que, si elles mettent fin à ces investissements, cela aura des effets très négatifs sur l'économie canadienne et sa stabilité.

Plus tôt, lorsque j'ai demandé quel sera l'effet des combustibles fossiles sur l'inflation, vous avez répondu que vous n'avez pas analysé en profondeur la relation complexe entre les combustibles fossiles et notre économie.

Cependant, sur votre site Web, vous dites que les changements climatiques sont une question importante pour les banques centrales, et qu'ils sont en train de transformer l'économie canadienne.

Pouvez-vous nous expliquer un peu plus comment, selon vous, ces choses interagissent? Merci.

M. Macklem : J'aimerais d'abord préciser que la Banque du Canada n'a pas de mandat explicite en ce qui concerne les changements climatiques. Cependant, comme vous l'avez bien dit, les changements climatiques sont une force majeure qui a une incidence sur l'économie canadienne. Ils auront des répercussions sur pratiquement tous les secteurs de l'économie canadienne.

Pour pouvoir assumer nos responsabilités en ce qui a trait à la politique monétaire et à la promotion d'un système financier stable et efficace, nous devons comprendre les effets des changements climatiques sur l'économie.

Nous faisons principalement deux choses, la première étant la plus avancée. Nous travaillons avec le Bureau du surintendant des institutions financières, ou BSIF, ainsi qu'avec de grandes institutions financières afin d'évaluer les risques que représentent les changements climatiques pour la stabilité financière. À cet égard, le principal risque est que le marché sous-estime les risques liés aux changements climatiques ou qu'il évalue mal les coûts qui s'y rattachent. À un certain point, ces risques se concrétisent, et cela entraîne rapidement une réévaluation des actifs à grande échelle, ce qui crée un grand vide dans le système financier. Cela pose problème pour la stabilité financière.

Il y a beaucoup d'incertitude par rapport aux répercussions qu'auront les changements climatiques. Personne ne le sait vraiment. Je pense que personne ne peut vraiment faire de prévisions, et si des gens disaient en être capables, je serais quelque peu sceptique.

But what you can do is you can do scenario analysis. What would it look like in these circumstances? What would it look like in those circumstances? You can see to what extent the financial system could withstand that shock.

We have done that analysis. It shows that it certainly has some effects. By and large, it doesn't look like it is cataclysmic for the financial sector. It doesn't mean that it isn't a big issue for the economy. But we have done those studies, and we have put them out, and certainly OSFI, which is the prudential regulator, is certainly looking at that closely. That is something that they are thinking about as they determine their capital standards. From our perspective, we have done most of that work. There are a few more things to do, but it is largely completed.

The second area we are getting into much more now is understanding the effects of climate change on the macro economy and the implications for inflation. There are two broad types of effect. The one type, which I'm sure every Canadian is very alive to, are the effects of more frequent forest fires, floods and extreme weather events. They are disrupting Canadians' lives, production, transportation and supply chains. If those things are going to be happening more frequently, what does that mean for the economy? One thing we're conscious of is that monetary policy affects demands, but it does not really affect supply. If you get more supply shocks, that is going to be more difficult. How do we manage that?

Another effect is the transition to greener growth. There needs to be huge investments in renewable energy to get down to net zero growth. What is the impact of that on the economy and on various sectors?

We are investing in models that are suitable for monetary policy that include these climate factors. Our current models don't really include these types of things. You have to put a new factor in your model which reflects clean energy.

Senator Galvez: Thank you.

Senator Massicotte: Thank you. While we have you here, Governor and Ms. Rogers, on that question there is a proper measures bill that we are debating whereby we would force the Bank of Canada, all of the banks and financial institutions within the government system, to come together with a separate board to make sure that these entities are doing the work properly relative to the climate change risk. Do you see that as a benefit to you? Is it an impediment to you? I gather some countries have done that. What are your thoughts on that?

On peut cependant faire des analyses de situations. Qu'est-ce qui se passerait dans telles ou telles circonstances? On peut alors déterminer dans quelle mesure le système financier pourrait résister à ce choc.

Nous avons fait cette analyse. Elle montre que les changements climatiques ont certainement des répercussions. Dans l'ensemble, les effets sur le secteur financier ne semblent pas cataclysmiques, ce qui ne veut pas dire que ce n'est pas un gros problème pour l'économie. Nous avons fait des études de ce genre et nous les avons publiées. Chose certaine, le BSIF, un organisme chargé de la réglementation prudentielle, suit cette question de près. C'est un aspect dont il tient compte lorsqu'il établit ses normes de fonds propres. De notre point de vue, nous avons fait une bonne partie de ce travail. Il est en grande partie achevé, même si quelques analyses restent à faire.

Nous nous concentrons maintenant sur un deuxième volet : comprendre les effets des changements climatiques sur la macroéconomie et les répercussions sur l'inflation. Il y a deux grands types d'effets. Il y a d'abord les effets causés par l'augmentation de la fréquence des feux de forêt, des inondations et des phénomènes météorologiques extrêmes — et les Canadiens en sont bien conscients, j'en suis sûr. Ces événements perturbent la vie des Canadiens, la production, les transports et les chaînes d'approvisionnement. Quels effets auront-ils sur l'économie? L'une des choses que nous savons, c'est que la politique monétaire a une incidence sur la demande, mais qu'elle n'influe pas vraiment sur l'offre. Si les bouleversements de l'offre deviennent plus fréquents, la situation sera plus difficile. Comment gérer ce type de risques?

La transition vers la croissance verte entraîne un autre type d'effets. D'énormes investissements doivent être faits dans les énergies renouvelables pour atteindre une croissance carboneutre. Quelles sont les répercussions sur l'économie et les différents secteurs?

Nous investissons dans des modèles adaptés à la politique monétaire qui incluent ces facteurs climatiques. Nos modèles actuels n'en tiennent pas vraiment compte. Il faut ajouter un nouveau facteur dans le modèle pour intégrer les énergies propres.

La sénatrice Galvez : Merci.

Le sénateur Massicotte : Merci. Je profite de votre présence, monsieur le gouverneur et madame Rogers, pour vous parler d'un projet de loi dont nous débattons : il obligera la Banque du Canada, toutes les institutions bancaires et toutes les institutions financières relevant du fédéral à établir un conseil distinct pour garantir que toutes ces entités fassent le travail approprié en ce qui concerne les risques liés aux changements climatiques. Considérez-vous cette mesure législative comme avantageuse pour votre organisation? Est-ce plutôt un obstacle? À ce que je comprends, des pays ont pris des mesures similaires. Qu'en pensez-vous?

Mr. Macklem: Briefly, I think this is more of a question for the Office of the Superintendent of Financial Institutions. They're in charge of the supervision and regulation of the banks.

My own view is that climate change needs to become part of business as usual. The OSFI already oversees the governance and the internal risk management that the banks are doing. That needs to become part of it. As I said, this is really more a question for them.

Senator Massicotte: Thank you.

The Chair: He will be here tomorrow, so we will do that.

There are a couple of more questions from my colleagues, but can you give us more of your thinking now? You have been pretty cautious in these remarks. We all sat here when you came back after the pandemic and said, "Yes, maybe we were a little off-base on that transitory inflation thing." You have said your mea culpas there.

Technically, we're in a recession at this point. Personal credit card balances are sky-high. Debt charges are up 42%. Government debt is up. How gun shy are you, right now, about making these decisions and making a 25 basis point? What is your thinking? Hold the line until somebody makes me do something else?

Mr. Macklem: I would say a couple of things. First, decisions are difficult. We know these decisions are having a big impact on Canadians. We know Canadians are feeling the pain. They have been feeling the pain of inflation. We know that higher interest rates are squeezing them. Unfortunately, there is no pain-free way to get back to price stability.

With respect to our decisions, we increased rates twice over the summer. That really reflected the fact that our governing council came to the view that monetary policy was not restrictive enough to get inflation back to target. We've held our last two decisions at 5%. That reflects the fact that we are seeing clear evidence of some of the things that you mentioned. The economy is slowing; the labour market is better balanced. We think it will be quite slow for the next few quarters. We think there is more inflation relief in the pipeline, but we need to see it. We need to see core inflation come down. It has been more stubborn than we had hoped. So, yes, the possibility further rate increases on the table.

Senator Loffreda: I will continue on that note.

M. Macklem : En quelques mots, je pense que cette question devrait être posée au Bureau du surintendant des institutions financières, qui est responsable de la supervision et de la réglementation des banques.

De mon point de vue personnel, les changements climatiques doivent être intégrés dans les facteurs habituellement tenus en compte. Le BSIF supervise déjà la gouvernance et la gestion interne des risques des banques. Les changements climatiques doivent en faire partie. Comme je l'ai dit, c'est plutôt une question pour ce bureau.

Le sénateur Massicotte : Merci.

La présidente : Le surintendant sera là demain. Nous pourrons alors aborder le sujet.

Mes collègues ont d'autres questions à poser, mais pouvez-vous nous en dire plus sur votre façon de voir les choses? Vous vous êtes montré très prudent dans vos observations. Nous vous avons tous entendu, après la pandémie, admettre que vous vous étiez un peu trompé en parlant d'inflation transitoire. Vous avez présenté vos excuses sur ce point.

Techniquement, nous sommes maintenant entrés en récession. Les soldes de cartes de crédit des particuliers atteignent des sommets. Les frais de la dette ont augmenté de 42 %. La dette du gouvernement est à la hausse. À quel point hésitez-vous, en ce moment, à prendre ces décisions et à augmenter le taux de 25 points de base? Quel est votre raisonnement? Allez-vous conserver la même approche jusqu'à ce que quelqu'un vous oblige à faire autre chose?

M. Macklem : Je répondrai en quelques points. D'abord, de telles décisions ne sont pas faciles à prendre. Nous savons qu'elles ont de grandes répercussions sur les Canadiens. Nous sommes conscients que les Canadiens sont durement éprouvés. Ils souffrent de l'inflation. Nous savons que les taux d'intérêt élevés leur rendent la vie difficile. Malheureusement, il n'y a pas d'approche sans douleur pour stabiliser les prix.

Pour ce qui est des décisions que nous avons prises, nous avons augmenté les taux à deux reprises pendant l'été. C'est parce que le conseil de direction en est venu à la conclusion que la politique monétaire n'était pas assez restrictive pour revenir à la cible d'inflation. Lors de nos deux dernières décisions à ce sujet, nous avons annoncé que nous maintenions le taux à 5 %. C'est parce que nous voyons des preuves claires de certains points que vous avez soulevés. L'économie ralentit; le marché du travail est mieux équilibré. Nous nous attendons à ce que la croissance soit faible pendant quelques trimestres. Nous estimons que l'inflation va continuer de diminuer, mais nous devons le constater. L'inflation fondamentale doit baisser davantage. Elle se montre plus persistante que nous l'avions espéré. Par conséquent, d'autres hausses du taux sont possibles.

Le sénateur Loffreda : Je vais poursuivre sur le même sujet.

We are reading in BNN Bloomberg that “Canada may have entered a technical recession, early StatCan data show.” The Financial Post states, “Canada’s stalling economy on track for technical recession.” And BNN Bloomberg again, stating that, “Mild recession could quickly get worse without rate cuts.”

Yet, on your forecasts are you predicting slow economic growth. Do you still stand by those forecasts? I guess you do. Is it concerning that using data from the Organization for Economic Co-operation and Development, which is a group of 38 economies, the International Monetary Fund, or IMF, warns that Canada is at the highest risk of mortgage defaults in comparison to these 38 advanced economies? Equifax reports that Canadians with a mortgage are missing payments but not on their mortgages. Obviously, that is the last thing that Canadians stop paying. We all know that it’s their mortgage.

How concerning is this to you? How will it affect your future monetary policy? Obviously, we do not have a crystal ball, but I would like to have your thoughts on that. This is fresh information.

Mr. Macklem: Yes. I will start off and the Senior Deputy Governor may want to add.

We are doing our best to balance those risks of over and under tightening. With respect to our projection, our forecast is for very small, positive growth.

If you are forecasting very small positives, you cannot rule out some small negatives. So, yes, we could get two or three quarters of small negatives and we could get two or three quarters of small positives.

When people say the word “recession,” they remember that a recession feels like a big contraction in output and a big increase in unemployment. That is not what we’re forecasting. That is what we’re trying to avoid. We don’t think that we need a severe recession to get inflation down.

The Senior Deputy Governor may want to expand on the delinquencies. Some of those numbers that you cited are in line with some of the things we are seeing.

Ms. Rogers: Yes. To share a bit of data with you, there are a couple of things to keep in mind. First, always remember that about 35% of Canadian households have a mortgage; about 40% rent; and the rest, about 25%, own their home outright. We tend to put a lot of focus on mortgage holders when we think about financial stress but it is important to think about non-mortgage holders too.

BNN Bloomberg titre « Le Canada pourrait être entré dans une récession technique selon les données préliminaires de Statistique Canada ». Dans le *Financial Post*, on peut lire : « L’économie en ralentissement du Canada est en voie d’entrer en récession technique. » BNN Bloomberg affirme aussi ceci : « Une légère récession pourrait rapidement s’aggraver sans baisses du taux. »

Pourtant, vous vous attendez à une faible croissance économique. Maintenez-vous toujours ces prévisions? J’imagine que oui. Est-ce préoccupant que le Fonds monétaire international, en s’appuyant sur les données de l’Organisation de coopération et de développement économiques, qui regroupe 38 économies, signale que le Canada est le pays qui court le plus grand risque de défaut de paiement des prêts hypothécaires parmi ces 38 économies avancées? Equifax rapporte que les Canadiens ayant un prêt hypothécaire accusent des retards de paiement sur leur dette non hypothécaire. De toute évidence, le prêt hypothécaire est la dernière chose que les Canadiens arrêtent de rembourser. Nous savons tous que c’est leur prêt hypothécaire.

À quel point cette situation est-elle préoccupante pour vous? Quels seront ses effets sur votre politique monétaire future? Bien sûr, personne n’a de boule de cristal, mais j’aimerais savoir ce que vous en pensez. Ce sont de nouvelles données qui sont maintenant connues.

M. Macklem : Oui. Je vais commencer, puis la première sous-gouverneure voudra peut-être ajouter quelque chose.

Nous tentons de doser notre resserrement monétaire le mieux possible. En ce qui concerne nos prévisions, nous nous attendons à un très faible taux de croissance.

Lorsqu’on prévoit de très faibles taux de croissance, on ne peut pas écarter la possibilité de petits reculs. Par conséquent, il pourrait y avoir deux ou trois trimestres légèrement positifs ou légèrement négatifs.

Lorsque le mot « récession » est employé, les gens pensent à une chute prononcée de la production et à une forte augmentation du taux de chômage. Ce n’est pas ce que nous prévoyons. C’est ce que nous tentons d’éviter. Nous ne pensons pas qu’une grave récession est nécessaire pour faire baisser l’inflation.

La première sous-gouverneure voudra peut-être parler plus en détail des taux de défaillance. Certains des chiffres que vous avez mentionnés concordent avec ce que nous constatons.

Mme Rogers : Oui, je vais vous présenter quelques données. Il y a deux ou trois points à garder à l’esprit. D’abord, il ne faut pas oublier qu’environ 35 % des ménages canadiens ont un prêt hypothécaire, qu’environ 40 % sont locataires et qu’environ 25 % d’entre eux sont propriétaires à part entière de leur habitation. On a tendance à accorder beaucoup d’attention aux ménages qui ont un prêt hypothécaire lorsqu’on discute des

In the recent data that we looked at, if we look at 60-day delinquency as an indicator of financial stress for mortgages, it has moved. It is still, as I said, below pre-pandemic levels but it has moved up fairly sharply in the last six months. It's moved from 1.2% to 1.4%, and so it has moved six basis points.

This is not just non-mortgage holder debt. This is not the car loans of people who also have mortgages, this is the debt of people who don't have a mortgage. It has actually moved up more.

What we take from that is the financial stress that people are feeling cannot be reduced to just delinquencies. What we take from that is inflation is probably still playing a really big role in people's financial stress.

You need to look at more than just mortgages, and you need to remember the role of inflation. When we think about what we can do to help people with financial stress, we can get inflation back under control. That will help people who have mortgages, people who don't have mortgages, people who own their home and people who are paying rent. It will help everyone.

When we think of financial stress, we track it closely for the reasons that you talked about. It factors into the decisions that we make on monetary policy. But what we're determined to do to help Canadians with financial stress is to get inflation back to target.

Senator Gignac: I will try to be brief. You can complete a written answer if you would like, Mr. Macklem.

Your former colleague gave an interesting speech last June about the fact that we have to deal with permanent higher interest rates following the pandemic than we had to deal with before.

On the U.S. side, economists now agree that the real neutral rate is probably 50 basis points and possibly 75 basis points higher than before the pandemic.

Do you believe that Canada has a similar real neutral rate as the U.S., and, if not, what will be the difference between Canada and the U.S.?

Mr. Macklem: I think that I can be brief. As Paul Beaudry outlined in his speech, the problem with the neutral rate is that it is a lovely economists' concept, but we cannot measure it or

tensions financières, mais il importe de ne pas négliger ceux qui n'ont pas de tels prêts.

Selon les données récentes que nous avons étudiées, où les retards de paiement de 60 jours servent d'indicateur des tensions financières liées aux prêts hypothécaires, le taux a changé. Comme je l'ai dit, il est toujours inférieur aux taux enregistrés avant la pandémie, mais il a augmenté de façon assez marquée au cours des six derniers mois. Il est passé de 1,2 à 1,4 %. Il a donc enregistré une hausse de six points de base.

Il ne s'agit pas seulement de la dette non hypothécaire. Ce ne sont pas les prêts automobiles de gens qui ont aussi un prêt hypothécaire. Il s'agit de la dette de gens qui n'ont pas de prêt hypothécaire. Ce taux a grimpé encore plus.

Nous en concluons que les tensions financières ne peuvent se réduire aux taux de défaillance. Nous pensons que l'inflation continue probablement de jouer un grand rôle dans les tensions financières vécues par les gens.

On ne peut pas seulement tenir compte des hypothèques; il faut se rappeler le rôle de l'inflation. Lorsque nous pensons à ce que nous pouvons faire pour alléger les tensions financières que vivent les gens, nous pouvons de nouveau maîtriser l'inflation. C'est ainsi que nous aiderons les ménages qui ont un prêt hypothécaire, les gens qui n'en ont pas, les propriétaires et les locataires. Cela aidera tout le monde.

En ce qui concerne les tensions financières, nous les suivons de près pour les raisons dont vous avez parlé. Nous en tenons compte dans les décisions que nous prenons sur la politique monétaire. Cela dit, ce que nous sommes déterminés à faire pour aider à alléger les tensions financières vécues par les Canadiens, c'est de revenir à la cible d'inflation.

Le sénateur Gignac : Je vais tenter d'être bref. Si vous le souhaitez, monsieur Macklem, vous pourrez aussi soumettre une réponse écrite.

En juin dernier, votre ancien collègue a prononcé un discours intéressant sur le fait que nous devons composer avec des taux d'intérêt qui resteront plus élevés qu'ils ne l'étaient avant la pandémie.

Du côté des États-Unis, les économistes s'entendent maintenant pour dire que le taux neutre réel a probablement augmenté de 50 points de base et peut-être de 75 points de base par rapport aux taux d'avant la pandémie.

Pensez-vous que le Canada a un taux neutre réel semblable à celui des États-Unis? Si ce n'est pas le cas, quelle sera la différence entre les deux pays?

M. Macklem : Je pense que je peux donner une réponse brève. Comme M. Paul Beaudry l'a souligné dans son discours, le problème avec le taux neutre, c'est que c'est un beau concept

observe it directly. We have to infer it. We have a variety of models that we use to estimate it.

Of course, the thing about when you estimate a model, it is on the historical data because you do not have future data. When you update those models on the historical data, as Paul Beaudry outlined, you cannot find compelling evidence that the neutral rate, based upon historical data, has changed.

We update our estimate once a year in April, and I will admit that when we put that out last April I wasn't totally comfortable with it. It didn't feel quite right, but empirical analysis is empirical analysis.

Interestingly, the day after we put ours out, the IMF put out their WEO, or World Economic Outlook, and they had an appendix. Not surprisingly, we all use similar models, and they ran it through global models and got the same answer we did. We said, okay, well, at least we're running our models right.

But it doesn't mean that the neutral rate hasn't gone up. When you look forward about the data that we don't have but we're going to get, I think that there are some reasons to believe it is more likely that the neutral rate is higher than lower. There are a number of factors. Fiscal deficits are a lot higher in some of the larger economies in the world, the U.S., and that will put pressure on the neutral rate. You have an aging society, so the baby boomers are moving into retirement and the labour market may be permanently tighter. You are going to need big investments in renewable energy to get to net-zero growth.

Those are things that could be increasing the neutral rate. It is very hard to quantify them. I could not put a number on it. People are putting numbers on it. I do not think that we can put a number on it. I think that directionally it is probably going up, but it is very hard to know how much.

The final thing that I would say is of the things that keep me up at night, that is not one of them. I think that our framework is reasonably well designed. If the neutral rate is changing, it has to be changing pretty gradually. If it is drifting gradually up and we don't take enough account of that, that means we all think that monetary policy is tighter than it really is, so inflation will be higher than our forecast. The beauty of the inflation target is we'll catch on. We will see how inflation is a bit higher than our target, and that suggests the neutral rate may be a bit higher, so we will have to have interest rates higher than otherwise to get inflation back to target.

d'économistes, mais nous ne pouvons pas le mesurer ou l'observer directement. Nous devons le déduire. Nous disposons d'une variété de modèles pour l'estimer.

Bien sûr, lorsqu'on a recours à un modèle d'estimation, on utilise des données historiques parce que les données futures n'existent pas. Lorsqu'on met à jour ces modèles fondés sur les données historiques, comme M. Paul Beaudry l'a souligné, il n'y a pas de preuves convaincantes que le taux neutre a changé.

Nous mettons à jour nos prévisions chaque année en avril, et je dois admettre que je ne me sentais pas complètement à l'aise avec ce que nous avons publié en avril dernier. J'avais le sentiment que ce n'était pas tout à fait juste. Cela dit, une analyse empirique est une analyse empirique.

Fait intéressant, le lendemain de la publication de nos prévisions, le Fonds monétaire international a présenté les Perspectives de l'économie mondiale, qui incluaient une annexe. Sans surprise, nous utilisons tous des modèles semblables. En s'appuyant sur des modèles mondiaux, le Fonds monétaire international a obtenu le même résultat que nous. Nous nous sommes dit que, au moins, nous utilisions les modèles de façon appropriée.

Cela ne signifie pas pour autant que le taux neutre n'a pas augmenté. Je crois que certaines raisons nous portent à croire que les données que nous obtiendrons indiqueront que le taux neutre est probablement plus élevé plutôt que plus bas. Un certain nombre de facteurs l'expliquent. Les déficits financiers sont beaucoup plus importants dans certaines des plus grandes économies de la planète, comme les États-Unis, et cela exercera une pression sur le taux neutre. La société est vieillissante, les baby-boomers prennent leur retraite et le marché du travail pourrait se resserrer pour de bon. Il faudra investir massivement dans les énergies renouvelables pour arriver à une croissance carboneutre.

Ce sont tous des facteurs qui pourraient faire croître le taux neutre. Il est très difficile de les quantifier. Je ne serais pas en mesure de les chiffrer. Certains le font, mais je ne crois pas qu'il soit possible de le faire. Je pense que le taux neutre est probablement en croissance, mais il est très difficile de déterminer l'ampleur de cette croissance.

La dernière chose que je voudrais dire, c'est que cette question ne m'empêche pas de dormir. Je pense que notre cadre est plutôt bien conçu. Si le taux neutre est en train de changer, il le fait de façon assez graduelle. S'il connaît une croissance graduelle et que nous n'en tenons pas suffisamment compte, cela signifie que nous estimons tous que la politique monétaire est plus serrée qu'elle ne l'est réellement, alors l'inflation sera plus élevée que ce que nous avions prévu. Ce qu'il y a de bien au sujet des cibles d'inflation, c'est que nous finissons par savoir si elles ont été atteintes. Nous verrons à quel point l'inflation est plus élevée que nos cibles et cela indiquera que le taux neutre est peut-être

The neutral rate has to be evolving pretty slowly, so it should be something that we can learn about as we go.

The Chair: You just opened up another area. If that doesn't keep you up at night, what does?

Senator Gignac: A good question.

Mr. Macklem: I did walk into that one. Look, I think it is pretty obvious what keeps us up at night. We want to restore price stability for Canadians. We know that Canadians are feeling the effects of the rise in the cost of living. They are finding life unaffordable. That has got to stop. We want to get inflation back down and restore price stability for Canadians, and we want to do it in a way that is least costly as possible.

[Translation]

Senator Bellemare: I think your conclusion answers my question.

What do you say to people in the labour market who are trying to index their wages? I think that with indexation clauses, your message is clear: You want to sleep and you work to do it.

Mr. Macklem: I'd like to stress this: It's not that I want to sleep; we're doing this for Canadians, workers, consumers. When we get paid and can't buy what we thought we could, we get angry. That's what we see in society. Inflation makes everyone angry. Inflation affects social cohesion.

We can't solve all the problems, but price stability means one less problem for all Canadians.

[English]

The Chair: We hope that you both get some sleep, and we also hope that you get inflation down.

Thank you so much to Governor Macklem and Senior Deputy Governor Carolyn Rogers. We appreciate that you come back regularly and take our questions, and we'll see you at the next monetary report release. Thank you very much.

Mr. Macklem: We appreciate your good questions.

The Chair: Thank you very much.

See you tomorrow, everyone.

un peu plus élevé, alors les taux d'intérêt devront être ajustés à la hausse pour ramener l'inflation au niveau de nos cibles.

La variation du taux neutre est probablement assez lente, alors nous devrions avoir le temps de nous y adapter en cours de route.

La présidente : Vous m'avez ouvert la porte : si cela ne vous empêche pas de dormir, qu'est-ce qui vous empêche de dormir?

Le sénateur Gignac : Bonne question.

M. Macklem : C'est vrai, je vous ai ouvert la porte. Je pense que c'est la même chose qui nous empêche tous de dormir. Nous voulons rétablir la stabilité des prix au Canada. Nous savons que les Canadiens ressentent les effets de la hausse du coût de la vie. Ils trouvent que la vie est inabordable. Il faut que cela s'arrête. Nous voulons faire diminuer l'inflation et rétablir la stabilité des prix pour les Canadiens et nous voulons le faire de la façon la moins coûteuse possible.

[Français]

La sénatrice Bellemare : Je pense que votre conclusion répond à ma question.

Qu'est-ce que vous dites aux gens du marché du travail qui essaient d'indexer leur salaire? Je pense qu'avec des clauses d'indexation, votre message est clair : vous voulez dormir et vous travaillez pour le faire.

M. Macklem : J'aimerais souligner ceci : ce n'est pas que je veux dormir, on fait cela pour les Canadiens, les travailleurs, les consommateurs. Quand on reçoit notre salaire et qu'on ne peut pas acheter ce qu'on pensait pouvoir acheter, on est fâché. C'est ce qu'on voit dans la société. L'inflation a pour effet que tout le monde est fâché. L'inflation affecte la cohésion sociale.

On ne peut pas régler tous les problèmes, mais en ayant une stabilité des prix, c'est un problème de moins pour tous les Canadiens.

[Traduction]

La présidente : Nous espérons que vous arriverez à dormir tous les deux et à faire diminuer l'inflation.

Merci beaucoup, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure. Nous sommes reconnaissants que vous preniez le temps de venir nous voir régulièrement pour répondre à nos questions et nous vous recevrons de nouveau après la publication du prochain rapport sur la politique monétaire. Merci beaucoup.

M. Macklem : Nous sommes heureux de répondre à vos excellentes questions.

La présidente : Merci beaucoup.

À demain tout le monde.

(The committee adjourned.)

(La séance est levée.)
