

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, October 30, 2024

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met this day at 4:15 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally; and examine and report on Canada's monetary policy framework.

Senator Pamela Wallin (Chair) in the chair.

[*English*]

The Chair: Hello to everyone here, and welcome to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. My name is Pamela Wallin, and I serve as the chair of this committee.

I would like to introduce the members of the committee: Senator Loffreda, our deputy chair; Senator Fridhandler; Senator Gignac; Senator Martin; Senator Massicotte; Senator McNair; Senator Ringuette; and Senator Varone. And we have Senator Deacon visiting with us today. Senator Marshall was not on our list, but she is here and we are glad she is here.

The committee has a wide mandate to study matters relating to banking, trade and commerce generally.

We have several things on our plate, including eventually looking at the Bank of Canada mandate, which is under study.

Today, we want to begin our conversation on the most recent *Monetary Policy Report* and, of course, the rate cut which the governor has described as a good news story, and the country is coming out the other side of the inflation issue.

We have the pleasure of welcoming in person Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada; and Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada.

Mr. Macklem, I'm sure you have opening remarks, and we would like you to share them.

Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada: I do; I won't disappoint you.

Good afternoon. Ms. Rogers and I are very pleased to be here to discuss our *Monetary Policy Report*, our new economic outlook and, of course, our decision last week. Last week, we lowered our policy rate by 50 basis points. That was our fourth consecutive interest rate cut and brings our policy rate to 3.75%.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 30 octobre 2024

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 16 h 15 (HE), pour étudier toute question concernant les banques et le commerce en général, de même qu'afin d'examiner, pour en faire rapport, le cadre de la politique monétaire du Canada.

La sénatrice Pamela Wallin (présidente) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

La présidente : Bonjour à 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 de ce comité.

J'aimerais vous présenter les membres du comité : notre vice-président, le sénateur Loffreda; le sénateur Fridhandler; le sénateur Gignac; la sénatrice Martin; le sénateur Massicotte; le sénateur McNair; la sénatrice Ringuette et le sénateur Varone. De plus, le sénateur Deacon nous rend visite aujourd'hui. La sénatrice Marshall ne figurait pas sur notre liste, mais elle est ici et nous en sommes heureux.

Le comité a un vaste mandat en vue d'étudier les questions relatives aux banques et au commerce en général.

Nous avons beaucoup de pain sur la planche, et nous devons notamment examiner le mandat de la Banque du Canada, qui est à l'étude.

Aujourd'hui, nous voulons entreprendre notre conversation sur le plus récent *Rapport sur la politique monétaire* et, bien sûr, sur la réduction du taux décrite par le gouverneur comme étant une bonne nouvelle, puisque le pays commence à se sortir de l'inflation.

Nous avons le plaisir d'accueillir en personne Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, et Carolyn Rogers, première sous-gouverneure de la Banque du Canada.

Monsieur Macklem, je suis certaine que vous avez préparé une déclaration préliminaire, et nous aimerais l'entendre.

Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada : Oui; je ne vais pas vous décevoir.

Bonjour. Je suis ravi d'être ici pour parler du *Rapport sur la politique monétaire*, de nos nouvelles perspectives économiques et, bien sûr, de la décision que nous avons prise la semaine dernière. En effet, nous avons abaissé nos taux d'intérêt de 50 points de base. Cette quatrième baisse consécutive a fait passer le taux directeur à 3,75 %.

We took a bigger step last week because inflation is now back to the 2% target, and we want to keep it close to the target.

In the past few months, inflation has come down significantly.

Headline inflation was 1.6% in September, and both our measures of core inflation were under 2.5%. Price pressures are no longer broad-based. Our surveys also find that business and consumer expectations of inflation have shifted down and are nearing normal.

All this suggests we are back to low inflation.

As you highlighted, chair, this is good news for Canadians.

Now our focus is to maintain low, stable inflation. We need to stick the landing. That means the upward and downward forces on inflation need to balance out.

Economic activity picked up this year, but it is still soft. This softness has helped drive the remaining steam out of inflation, but with inflation now back at 2%, we want to see growth strengthen. Last week's interest rate decision should contribute to a pickup in demand.

[Translation]

Looking ahead, we expect the economy to gradually strengthen in 2025 and 2026, supported by lower interest rates. Population growth will be slower, but we anticipate consumer spending per capita will be picking up. We also expect growth in residential investment to rise as strong demand for housing lifts sales and spending on renovations.

We expect business investment to strengthen as demand picks up, and exports should remain strong, supported by robust demand from the United States. Our forecast has inflation staying around the target over the projection horizon. The upward pressure from shelter and other services is expected to gradually diminish. With stronger demand, the downward pressure on inflation should also dissipate.

In addition, the upward and downward forces should remain roughly balanced. There are risks around our inflation outlook. The biggest downside risk to inflation is that it could take longer than anticipated for household spending and business investment to pick up.

In terms of upside risks, lower interest rates could fuel a stronger rebound in housing activity, or wage growth could remain high relative to productivity.

Nous avons procédé à une plus grosse réduction parce que l'inflation est maintenant de retour à la cible de 2 % et que nous voulons qu'elle reste près de la cible.

Ces derniers mois, l'inflation a beaucoup ralenti.

L'inflation globale s'est établie à 1,6 % en septembre et nos deux mesures de l'inflation fondamentale étaient sous la barre des 2,5 %. Les pressions sur les prix ne sont plus généralisées. De plus, nos enquêtes montrent que les attentes des entreprises et des consommateurs ont diminué et se rapprochent de la normale.

Tout cela indique que nous sommes revenus à un climat de basse inflation.

Comme vous l'avez dit, madame la présidente, c'est une bonne nouvelle pour les Canadiens.

Notre objectif est maintenant de maintenir l'inflation à un faible niveau, et de la stabiliser. Cela signifie que les forces à la hausse et à la baisse sur l'inflation doivent s'équilibrer.

L'activité économique s'est redressée cette année, mais est encore faible. Cette faiblesse a contribué à freiner davantage l'inflation. Maintenant que celle-ci est revenue à 2 %, nous voulons voir la croissance se raffermir. La réduction de taux annoncée la semaine dernière devrait aider à stimuler la demande.

[Français]

Soutenue par les taux plus bas, l'économie devrait se renforcer graduellement en 2025 et 2026. La croissance démographique sera plus lente, mais les dépenses de consommation par habitant devraient remonter. La progression des investissements résidentiels devrait s'accélérer, parce que la forte demande de logements stimulera les ventes et les dépenses de rénovation.

La Banque du Canada s'attend à ce que les investissements des entreprises se raffermissent en raison du redressement de la demande. Les exportations devraient rester fortes, appuyées par la robuste demande américaine. Selon notre prévision, l'inflation devrait rester autour de la cible sur l'horizon de projection. Les pressions à la hausse attribuables aux frais de logement et aux prix d'autres services devraient diminuer progressivement. La demande accrue devrait aussi dissiper les pressions à la baisse sur l'inflation.

De plus, les forces à la hausse et à la baisse devraient rester plus ou moins équilibrées. Des risques pèsent sur nos prévisions d'inflation. Le plus grand risque à la baisse est que le redressement attendu des dépenses des ménages et des investissements des entreprises prenne plus de temps que prévu.

Pour ce qui est des risques à la hausse, les taux d'intérêt plus bas pourraient entraîner un rebond plus fort de l'activité sur le marché du logement, ou encore, la croissance des salaires pourrait rester forte par rapport à la productivité.

We are also facing elevated geopolitical uncertainty and the risk of new shocks. Overall, we view the risks around our inflation forecast as reasonably balanced.

[English]

If the economy evolves broadly in line with our forecast, we anticipate cutting our policy rate further to support demand and keep inflation on target. The timing and pace of further interest rate cuts will depend on incoming information and our assessment of its implications for the inflation outlook. We will take our monetary policy decisions one at a time.

Let me conclude.

High inflation and interest rates have been a heavy burden on Canadians. Now we are coming out the other side. Monetary policy has worked to bring inflation down. With inflation back to target and interest rates continuing to come down, families, businesses and communities should feel some relief.

The bank is committed to maintaining price stability for Canadians by keeping inflation close to the 2% target. With that, the senior deputy governor and I would be pleased to take your questions.

Thank you.

The Chair: Thank you very much. You are not going to tell us what you are going to do in December?

Mr. Macklem: I have tried to be clear on the direction, but in December, we'll decide exactly what we are going to do in December.

Senator Loffreda: Thank you for being here with us. Thank you for your opening remarks; they are always insightful. You said you may anticipate further cuts. Are you concerned with the weakness of the Canadian dollar? We are a trading nation. The U.S. economy is showing strength. We don't foresee any immediate cuts in interest rates in the U.S. economy. Are you not concerned that the weak Canadian dollar will lead to inflation? Three quarters of our exports are to the U.S. We have significant imports from the U.S. Is that not a concern?

Mr. Macklem: Senator, we have a flexible exchange rate. That's what allows us to run monetary policy suited to Canadians. If we had a fixed exchange rate, we would have to do exactly what the U.S. does. Our economy is not as strong as the U.S. economy. We need lower interest rates in Canada than they

De plus, l'incertitude géopolitique est élevée et de nouveaux chocs pourraient survenir. Dans l'ensemble, on considère les risques entourant notre prévision d'inflation comme étant plutôt équilibrés.

[Traduction]

Si l'économie évolue de manière généralement conforme à notre prévision, nous nous attendons à réduire encore le taux directeur pour soutenir la demande et garder l'inflation à la cible. Le moment et le rythme de toute autre réduction du taux directeur seront guidés par les nouvelles informations que nous recevrons et notre évaluation de leurs implications pour les perspectives d'inflation. Nous prendrons nos décisions de politique monétaire une à la fois.

Je vais maintenant conclure.

L'inflation et les taux d'intérêt élevés ont fait peser un lourd fardeau sur les Canadiens et les Canadiennes. Nous avons maintenant franchi un cap. La politique monétaire a réussi à faire baisser l'inflation. Le retour de l'inflation à la cible et la diminution continue des taux d'intérêt devraient permettre aux familles, aux entreprises et aux collectivités de respirer un peu mieux.

La banque s'engage à maintenir la stabilité des prix pour la population canadienne en gardant l'inflation près de la cible de 2 %. Sur ce, la première sous-gouverneure et moi répondrons avec plaisir à vos questions.

Merci.

La présidente : Je vous remercie. Vous n'allez pas nous dire ce que vous ferez en décembre?

M. Macklem : J'ai essayé d'être clair sur l'orientation à prendre, mais en décembre, nous déciderons exactement ce que nous ferons.

Le sénateur Loffreda : Je vous remercie d'être ici avec nous. Je vous remercie de vos remarques liminaires; elles sont toujours pertinentes. Vous avez dit que vous prévoyez d'autres réductions. La faiblesse du dollar canadien vous préoccupe-t-elle? Nous sommes un pays commerçant. L'économie américaine est vigoureuse. Nous ne nous attendons pas à des réductions immédiates des taux d'intérêt dans l'économie américaine. Ne craignez-vous pas que la faiblesse du dollar canadien entraîne de l'inflation? Les trois quarts de nos exportations sont destinées aux États-Unis. Nous avons des importations importantes en provenance des États-Unis. Cela ne vous préoccupe-t-il pas?

M. Macklem : Sénateur, nous avons un taux de change flexible. Cela nous permet d'avoir une politique monétaire adaptée aux Canadiens. Si nous avions un taux de change fixe, nous ferions exactement ce que les États-Unis font. Notre économie n'est pas aussi vigoureuse que celle des États-Unis.

have in the United States. We are lower at the short end. Actually, the whole yield curve in Canada is a good percentage point below the U.S. Given the softness in our economy, that is needed. We have excess supply in the economy. The labour market is softer in Canada than in the United States. We want to see growth pick up, so, yes, we have been lowering interest rates.

Part of the way monetary policy works is through the exchange rate. When we lower interest rates more than the United States, the Canadian dollar weakens, which adds stimulus and makes our exports more competitive. That's part of the way monetary policy works.

There are limits to how much we can deviate from the United States in our interest rate path without starting to create some difficulties in the exchange market. However, we are not close to those limits. We have had bigger deviations in the past than we have now, and those are not factoring into our current monetary policy decisions.

Senator Loffreda: Related to this significant appreciation of the U.S. dollar over the past decade in comparison to the Canadian dollar, there is a shift in the gross domestic product, or GDP, per capita. If I look at the early 2000s, we were very close to being 9% higher than the Organisation for Economic Co-operation and Development, or OECD, average with respect to GDP per capita. Now we are below the OECD average. What are the factors driving this decline? Do you see any monetary policy that can reverse this trend, or is it strictly because of the significant appreciation of the U.S. dollar over the past decade that has contributed to this shift?

Mr. Macklem: I would see the exchange rate reacting more to the different economic performance rather than the economic performance reacting to the exchange rate. The U.S. economy has had stronger growth, and, importantly, it has had much stronger productivity growth than Canada. The U.S. has had much more investment than the Canadian economy. Their output per worker has been rising. Coming out of COVID-19, it has risen in Canada. It has actually been declining in most quarters. That has increased the productivity gap between our two countries. Yes, that is reflected in the exchange rate.

The U.S. economy really stands out among advanced economies in that the productivity of most advanced economies coming out of COVID-19 has disappointed us. As things returned to normal, supply chains normalized and companies were not holding extra inventory, so they could predict when things would arrive. They hired many workers coming out of COVID. Now they are fully trained up. We thought it would translate into more productivity growth. In Canada and most

Nous avons besoin de taux d'intérêt plus bas au Canada qu'aux États-Unis. Ils sont plus bas à court terme. En fait, la courbe de rendement au Canada est inférieure d'un point de pourcentage à celle des États-Unis. Compte tenu de la faiblesse de notre économie, c'est nécessaire. Nous avons une offre excédentaire dans l'économie. Le marché du travail est plus faible au Canada qu'aux États-Unis. Nous voulons que la croissance reprenne, et c'est pourquoi nous avons abaissé les taux d'intérêt.

La politique monétaire fonctionne en partie par l'entremise du taux de change. Lorsque nous abaissons les taux d'intérêt à des niveaux plus bas que les États-Unis, le dollar canadien s'affaiblit, ce qui stimule l'économie et rend nos exportations plus concurrentielles. C'est en partie ainsi que la politique monétaire fonctionne.

Il y a des limites à l'écart que nous pouvons avoir par rapport aux États-Unis dans la trajectoire des taux d'intérêt sans commencer à créer des difficultés dans le marché des changes. Toutefois, nous ne sommes pas près d'atteindre ces limites. Nous avons connu des écarts plus grands dans le passé qu'à l'heure actuelle, et ils ne sont pas pris en compte dans nos décisions relatives à la politique monétaire.

Le sénateur Loffreda : L'appréciation importante du dollar américain par rapport au dollar canadien au cours de la dernière décennie s'est accompagnée d'un changement du produit intérieur brut, ou PIB, par habitant. Au début des années 2000, nous étions très près d'avoir un PIB par habitant de 9 % plus élevé que la moyenne de l'Organisation de coopération et de développement économiques, ou OCDE. Nous sommes en deçà de la moyenne de l'OCDE. Quels facteurs contribuent à ce déclin? Pensez-vous qu'une politique monétaire puisse renverser cette tendance, ou est-ce uniquement l'appréciation significative du dollar américain au cours de la dernière décennie qui a contribué à ce changement?

M. Macklem : Selon moi, le taux de change réagit davantage aux différents rendements économiques que l'inverse. L'économie américaine a connu une croissance plus forte et, surtout, une croissance de la productivité plus importante que celle du Canada. Les États-Unis ont beaucoup plus investi que le Canada. Leur production par travailleur est en hausse. Après la pandémie de COVID-19, elle a augmenté au Canada. En fait, elle a diminué à la plupart des trimestres. Cela a creusé l'écart de productivité entre nos deux pays. Cela a eu une incidence sur le taux de change.

L'économie américaine se démarque vraiment des économies avancées puisque la plupart d'entre elles nous ont déçus depuis la pandémie de COVID-19. À mesure que les choses revenaient à la normale, les chaînes d'approvisionnement se sont normalisées et les entreprises n'avaient plus de stocks supplémentaires, si bien qu'elles pouvaient savoir quand les marchandises arriveraient. Elles ont embauché de nombreux travailleurs après la COVID. Ces travailleurs sont désormais

European countries, that has not happened. In the U.S., you are seeing a lot more dynamism, more investment and more new company creation. Part of that is structural. They have a much bigger tech sector. It is partly that their companies are also investing more in new technology.

The value of the U.S. dollar is reflecting the underlying strength and productivity in the U.S. rather than the reverse.

Senator Marshall: Thank you very much, governor and senior deputy governor, for being here. Can you talk a little bit about your Business Outlook Survey? I was looking at that, and it seems like there is some sign of optimism, but not a lot of optimism. Can you tell us what you are hearing from the business community? You did say twice in your opening remarks that business investment should strengthen. There are many factors that influence business investment. The interest rate is one, but there are many other things like taxation.

Can you talk about what you are hearing from the business community? Also, I would like to pick up on what Senator Loffreda was asking about the exchange rate. When I asked you this the last time you were here, I had seen the odd article about the value of the loonie depreciating. Now I'm seeing more articles. At what point do you look at it and say that it is a concern for the bank, or do you just let it slide? If it goes to 68 cents or 66 cents, that's it; there is no reaction from the Bank of Canada.

Mr. Macklem: I'll let the senior deputy governor start on the surveys. I thought your summary was good, actually.

Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: Optimism in the businesses that we are talking to has come off a low point. It is starting to trend back up. We would like to see it keep going. Regarding what is contributing, at a year and a half or at the peak of inflation when the economy was overheated, one of the things we heard businesses worry about was their input costs, but also labour. They couldn't get the workers they needed. They were competing for labour, so the labour costs were going up. Even businesses that had a lot of demand couldn't meet that demand necessarily.

Senator Marshall: Costs are high. We went through the inflationary period. There are other factors like productivity, which is the issue that you raised. There's still an issue there,

pleinement formés. Nous pensions que cela donnerait lieu à une croissance de la productivité. Au Canada et dans la plupart des pays européens, cela ne s'est pas produit. Aux États-Unis, on constate beaucoup plus de vigueur, d'investissements et de création d'entreprises. C'est en partie structurel. Leur secteur technologique est beaucoup plus important. C'est en partie parce que leurs entreprises investissent beaucoup plus dans les nouvelles technologies.

La valeur du dollar américain reflète la force et la productivité des États-Unis, et non l'inverse.

La sénatrice Marshall : Je vous remercie, gouverneur et première sous-gouverneure, de votre présence ici. Pouvez-vous parler un peu de votre enquête sur les perspectives des entreprises? J'y ai jeté un coup d'œil, et il semble y avoir quelques signes d'optimisme, mais pas beaucoup. Pouvez-vous nous dire ce que vous entendez de la part des entreprises? Vous avez mentionné à deux reprises dans votre déclaration liminaire qu'il faut renforcer l'investissement des entreprises. De nombreux facteurs influencent l'investissement des entreprises. Le taux d'intérêt en est un, mais il y en a de nombreux autres tels que l'imposition.

Pouvez-vous nous parler de ce que les entreprises vous disent? De plus, j'aimerais revenir sur la question du sénateur Loffreda à propos du taux de change. Lorsque je vous ai posé cette question à votre dernière comparution ici, j'avais vu un article sur la dépréciation du dollar. Je vois maintenant plus d'articles. À quel moment devez-vous vous pencher sur la question et dire que c'est une préoccupation pour la banque, ou bien vous ne faites rien? S'il passe de 68 à 66 cents, la Banque du Canada ne réagit pas.

M. Macklem : Je vais laisser la première sous-gouverneure commencer sur la question de l'enquête. J'ai trouvé que votre résumé était bon, en fait.

Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada : L'optimisme des entreprises avec lesquelles nous discutons a atteint son point le plus bas. Il commence à augmenter à nouveau. Nous aimerais que cette tendance se poursuive. Pour ce qui est de la contribution, il y a un an et demi ou au plus fort de l'inflation lorsque l'économie était enflammée, l'une des choses dont les entreprises s'inquiétaient était le coût de leurs intrants, mais elles s'inquiétaient aussi de la main-d'œuvre. Elles n'arrivaient pas à trouver les travailleurs dont elles avaient besoin. Elles se livraient concurrence pour la main-d'œuvre, si bien que les coûts de la main-d'œuvre augmentaient. Même les entreprises qui enregistraient une forte demande ne pouvaient pas forcément y répondre.

La sénatrice Marshall : Les coûts sont élevés. Nous avons traversé la période d'inflation. Il y a d'autres facteurs comme la productivité, qui est la question que vous avez soulevée. Il y a

and it is not going to be solved. When I read what you said about the business outlook, I thought it was a little overly optimistic.

Ms. Rogers: I would not describe business optimism as high, but we have seen that it is coming off a lower point. It will take a while of inflation being back at target and rates coming down for it to feed through to optimism just like it fed through the opposite on the way up.

Senator Marshall: Do you think it will be a couple of years? Will it be 5 years or 10 years?

Ms. Rogers: It depends a lot on other things that are contributing to business sentiment. One of the other things we hear is policy certainty. There are geopolitical risks. Businesses are facing a lot. How long will it be before having the feeling of inflation being back at target and interest rates coming down? That's generally a year or more and depends on what else happens, I think.

Mr. Macklem: You will probably see it faster in household spending. On bringing down the cost of credit, you will see it more quickly in the housing market. You will start to see it more in household demand.

Yes, businesses are affected by interest rates. It affects their costs of capital and their borrowing costs. They don't invest unless they are sure that they can sell their product. If interest rates are coming down and they see demand picking up, that's when you will start to see more investment.

Typically, the household is a bit faster, and businesses take a little longer. But I think the timeline of over the next year is reasonable.

The Chair: To Senator Marshall's point, is there a value of the loonie that troubles you?

Mr. Macklem: We have an inflation target. We don't have an exchange rate target. We believe in flexible exchange rates in this country. We have a very deep foreign exchange market. I think people need to remember that we have been through a period where, particularly if you are comparing Canada and the United States, we have been faced by similar shocks. We all faced COVID and a big increase in inflation coming out of COVID. We all dropped rates like a stone at the beginning, held them at emergency low levels and increased them rapidly. If we had been doing those things by ourselves, we would have normally seen some big changes in our exchange rate. But because the U.S. and Canada were on a similar track, the interest differential was small, so it didn't have much effect on the exchange rate. Now you are starting to see more of a differential

toujours un problème, et il ne sera pas réglé. Quand j'ai lu ce que vous avez dit à propos des perspectives des entreprises, j'ai pensé que c'était un peu trop optimiste.

Mme Rogers : Je ne dirais pas que l'optimisme des entreprises est élevé, mais nous avons remarqué qu'il remonte d'un point bas. Il faudra un certain temps pour que l'inflation revienne à son niveau cible et que les taux baissent pour que l'optimisme revienne, tout comme l'inverse s'est produit lors de la hausse.

La sénatrice Marshall : Pensez-vous que ce sera dans quelques années? Faudra-t-il 5 ou 10 ans?

Mme Rogers : Cela dépend beaucoup d'autres facteurs qui contribuent à la confiance des entreprises. L'un des facteurs dont nous entendons parler est la certitude politique. Il y a les risques géopolitiques. Les entreprises sont confrontées à beaucoup de choses. Combien de temps faudra-t-il attendre avant d'avoir le sentiment que l'inflation est revenue à son niveau cible et que les taux d'intérêt baissent? Il faut généralement une année ou plus et cela dépend de ce qui se passe.

M. Macklem : Vous le constaterez probablement plus rapidement dans les dépenses des ménages. La baisse du coût du crédit se fera sentir plus rapidement sur le marché de l'immobilier. On commencera à le voir plus rapidement dans la demande des ménages.

Oui, les entreprises sont touchées par les taux d'intérêt. Ils ont une incidence sur leurs coûts de capital et leurs coûts d'emprunt. Elles n'investissent pas à moins d'avoir la certitude de pouvoir vendre leur produit. Si les taux d'intérêt diminuent et qu'elles constatent une reprise de la demande, elles commenceront à investir davantage.

En général, c'est plus rapide chez les ménages et il faut un peu plus de temps avec les entreprises. Mais je pense que le délai d'un an est raisonnable.

La présidente : Pour revenir au point soulevé par la sénatrice Marshall, y a-t-il une valeur du dollar qui vous dérange?

M. Macklem : Nous avons une cible d'inflation. Nous n'avons pas de cible pour le taux de change. Nous croyons aux taux de change flexibles dans ce pays. Nous avons un marché des changes très actif. Je pense que les gens doivent se rappeler que nous avons traversé une période où, plus particulièrement si nous comparons le Canada et les États-Unis, nous avons été confrontés à des perturbations similaires. Nous avons tous été confrontés à la COVID et à une forte augmentation à la suite de la COVID. Nous avons tous baissé radicalement les taux d'intérêt au début, les avons maintenus à des niveaux extrêmement bas et les avons augmentés rapidement. Si nous avions pris ces mesures par nous-mêmes, nous aurions normalement constaté des changements importants dans notre taux de change. Mais parce que les États-Unis et le Canada

in economic performance between the two countries. We are gearing monetary policy to the needs of Canada. Some interest rate differential has shown up. The Canadian dollar is a little weaker.

To be honest, it hasn't moved that much. It was 74 cents. It is now 72-something cents. We are not talking about big movements in the exchange rate.

The thing that does move the exchange rate much more than interest differentials is risk sentiment. If risk sentiment were to turn against Canada, or if there were a big flight to quality in the world which would cause a big flight to quality in the U.S., those would have bigger effects on exchange rates.

The Chair: Thank you for that.

[*Translation*]

Senator Gignac: My first question concerns monetary policy. Economists have stepped up the pace of rate cuts, and we commend you for your pragmatism. You also cut rates by 125 basis points, but I'd like to know whether you consider that your monetary policy is still in restrictive territory, given that inflation has also fallen by 125 to 150 basis points compared to last December and that you were taking total inflation or underlying inflation. So are we still in restrictive territory in terms of your monetary policy, while the unemployment rate is rising and we have excess production?

Mr. Macklem: Yes, we're still in restrictive monetary policy territory. That's less the case now than it was, but the fact that inflation has come down means we're still in restrictive territory. The fact that we have taken a bigger step shows that we want to see growth start to increase. We want to see less stagnation in the economy.

Senator Gignac: With your answers being as succinct as they are, I have a third question about what you just said. When we are in neutral territory, is it in relation to the neutral rate — and we never know what that is exactly — or in relation to the real rate? At the moment, if we take your underlying inflation at around 2.3% and your key rate at 3.75%, that adds 150 basis points to the real rate. When will we be in neutral monetary policy territory using the real rate approach, not the neutral rate approach?

Mr. Macklem: As you pointed out, we don't know exactly what the neutral rate is. It's an important concept, but it's not something we can observe directly. We have an estimate of the

étaient sur la même voie, la différence entre les taux d'intérêt était faible et n'a donc pas eu beaucoup d'incidence sur le taux de change. On commence maintenant à voir un plus grand écart entre les rendements économiques des deux pays. Nous adaptons la politique monétaire aux besoins du Canada. On a observé une certaine différence entre les taux. Le dollar canadien est un peu plus faible.

Pour être honnête, il n'a pas beaucoup bougé. Il était à 74 cents. Il est maintenant à 72 cents et quelques. Nous ne parlons pas de grands changements dans le taux de change.

Ce qui fait fluctuer le taux de change bien plus que les différences entre les taux d'intérêt, c'est le sentiment de risque. Si le sentiment de risque se retournait contre le Canada ou s'il y avait une importante fuite de capitaux dans le monde qui entraînait une grande fuite de capitaux aux États-Unis, cela aurait des répercussions plus importantes sur les taux de change.

La présidente : Je vous remercie.

[*Français*]

Le sénateur Gignac : Ma première question a trait à la politique monétaire. Les économistes ont accéléré la cadence des baisses de taux et on vous salut pour votre pragmatisme. Puis, vous avez baissé les taux de 125 points de base, mais j'aimerais savoir si vous jugez que votre politique monétaire est encore en zone restrictive, attendu que l'inflation a baissé également de 125 à 150 points de base par rapport à décembre dernier et que vous preniez l'inflation totale ou l'inflation sous-jacente. Sommes-nous donc encore en territoire restrictif par rapport à votre politique monétaire, alors que le taux de chômage augmente et que nous sommes en production excédentaire?

M. Macklem : Oui, nous sommes encore en territoire de politique monétaire restrictive; c'est moins le cas maintenant que ça l'était, mais le fait que l'inflation a baissé fait que l'on reste en territoire restrictif. Le fait que nous avons fait un pas plus important montre que nous souhaitons voir la croissance commencer à augmenter. On veut voir moins de marasme dans l'économie.

Le sénateur Gignac : Si vos réponses sont aussi succinctes qu'elles le sont, j'aurai donc une troisième question sur ce que vous venez de dire. Quand on est en territoire neutre, est-ce par rapport au taux neutre — et on ne sait jamais ce qu'il est exactement — ou par rapport au taux réel? Actuellement, si l'on prend votre inflation sous-jacente de l'ordre de 2,3 % et votre taux directeur à 3,75 %, cela donne 150 points de base à taux réel. Quand serons-nous en territoire de politique monétaire neutre en utilisant l'approche du taux réel, et non pas celle du taux neutre?

M. Macklem : Comme vous l'avez souligné, on ne sait pas exactement ce qu'est le taux neutre. C'est un concept important, mais ce n'est pas quelque chose que l'on peut observer

neutral rate, as we have to put something into our model in the spirit of transparency, and then we publish our estimate of the neutral rate.

In practice, though, we're going to find out where the neutral rate is eventually, and that's one of the reasons we've indicated that reactions would be pretty clear if the economy had developed as expected; we would then have anticipated a bigger cut in our key rates. However, every meeting brings its share of movement and this will depend on the data. And what is the terminal rate, as everyone calls it? We'll find out, we'll see, it will depend on inflationary pressures. Yes, there is still a production gap, there is still excess supply and that puts downward pressure on inflation, but there is still upward pressure. We're trying to balance everything out with less upward pressure. We've decided to cut the interest rate again, but we'll be monitoring those pressures closely.

Senator Gignac: Over the past two or three years, population growth essentially explained economic growth, since GDP seems to be falling. You mentioned shocks earlier. It seems to me that, two days after your report was tabled, there was a shock in Ottawa about the new immigration policy. According to the Conference Board and the majority of economists who have published their demographic forecasts, instead of increasing by 1.3% to 1.5% next year, demographics will be stable or decline by 0.5%. What is the impact of this decision by the federal government? It's well known that immigration policy has an impact on economic growth and the conduct of monetary policy, whether you call it neutral rate or whatever, but your forecasts wouldn't have been the same if you'd published your report a week later.

Mr. Macklem: As you mentioned, when we published our forecasts, the government announced a new immigration plan. In our forecasts, we have a fairly sharp fall in the rate of population growth, but the new plan suggests that this rate is still falling. I don't have a new forecast for you today, but it's clear that if this is the only thing that changes, it will lower the growth rate. Our next forecast will be lower GDP growth in 2025 and 2026.

As far as the impact on monetary policy is concerned, that's a little less obvious, owing to the fact that, when the population growth rate is falling, there are fewer consumers entering the economy; so that causes less demand growth, but there are also fewer new workers entering the economy, which causes less potential growth.

directement. Nous avons une estimation du taux neutre, car nous devons mettre quelque chose dans notre modèle dans un esprit de transparence, puis nous publions notre estimation de taux neutre.

En pratique, cependant, on va finir par découvrir où est le taux neutre, et c'est l'une des raisons pour lesquelles nous avons précisé que des réactions seraient assez claires si l'économie avait évolué comme prévu; nous aurions alors anticipé une plus grande réduction de nos taux directeurs. Cependant, chaque réunion apporte son lot de mouvement et cela dépendra des données. En outre, quel est le taux terminal, comme tout le monde l'appelle? On va le découvrir, on verra, cela dépendra des pressions inflationnistes. Oui, il y a encore un écart de production, il y a encore une offre excédentaire et cela met une pression à la baisse sur l'inflation, mais il y a encore des pressions à la hausse. On essaie d'équilibrer le tout avec moins de pressions à la hausse. On a décidé de réduire le taux d'intérêt encore une fois, mais on suivra ces pressions de près.

Le sénateur Gignac : Au cours des deux ou trois dernières années, la croissance démographique expliquait essentiellement la croissance économique, puisque le PIB semble reculer. Vous avez parlé de chocs un peu plus tôt. Il me semble que, deux jours après le dépôt de votre rapport, il y a eu un choc à Ottawa au sujet de la nouvelle politique en matière d'immigration. Selon le Conference Board et la majorité des économistes qui ont publié leurs prévisions démographiques, au lieu d'augmenter de 1,3 à 1,5 % l'an prochain, la démographie sera stable ou reculera de 0,5 %. Quelle est l'incidence de cette décision du gouvernement fédéral? C'est bien connu : la politique en matière d'immigration a une incidence sur la croissance économique et sur la conduite de la politique monétaire, qu'on appelle cela le taux neutre ou quoi que ce soit d'autre, mais vos prévisions n'auraient pas été les mêmes si vous aviez publié votre rapport une semaine plus tard.

M. Macklem : Comme vous l'avez mentionné, quand nous avons publié nos prévisions, le gouvernement a annoncé un nouveau plan d'immigration. Nous avons dans nos prévisions une baisse assez marquée du taux de croissance de la population, mais le nouveau plan suggère que ce taux est encore à la baisse. Je n'ai pas de nouvelles prévisions pour vous aujourd'hui, mais il est clair que si c'est la seule chose qui change, cela fera baisser le taux de croissance. Notre prochaine prévision sera une croissance moindre du PIB en 2025 et 2026.

En ce qui concerne les conséquences sur la politique monétaire, c'est un peu moins évident, en raison du fait que lorsque le taux de croissance de la population est à la baisse, il y a moins de consommateurs qui entrent dans l'économie; cela occasionne donc une croissance moindre de la demande, mais il y a aussi moins de nouveaux travailleurs qui entrent dans l'économie, ce qui occasionne une croissance moindre de potentiel.

As a result, the impact on the production gap — there may be a different pace between supply and demand. GDP and demand may struggle with a lower population, so both would be lower. The gap doesn't change much. So there will probably be an impact on inflation, but the main impact will be on growth forecasts. There will be less of an impact on inflation forecasts.

[*English*]

Senator C. Deacon: Governor and senior deputy governor, it's wonderful to see you both here; thank you. About 18 months ago, we released a report within the Senate Banking Committee, and the title said it all: We needed an innovation strategy for the data-driven economy in Canada. You made comments in Toronto on Monday that certainly caught my attention at an event hosted by The Logic, including that obsolete, obstructive policies are own goals in the productivity battles in Canada. I thought that summed it up quite well. You noted that we caused these problems, and that we can un-cause them. There are some good quotes there.

When you say that we need to look at those, specifically in what ways would you like to see Canada look at and act on those items?

Mr. Macklem: Let me preface my answer by saying that our job is monetary policy, and we're not going to enter into the specifics of individual policies. These are for parliamentarians and governments to determine.

Senator C. Deacon: We'd love your advice.

Mr. Macklem: I can say a couple of things on "own goals."

As you all know, productivity is a long-standing issue in this country. Coming out of COVID-19, the situation has become worse; it hasn't become better. That led the senior deputy governor to sound the alarm.

We want to see a concerted focus on this issue. On Monday, at The Logic Summit, I was trying to reframe that. We have a whole range of policies — some of them are very close to your heart: intellectual property policy, innovation policy, monetary policy, fiscal policy and tax policy. These things should be looked at through a productivity lens. They have multiple purposes, but these framework policies are important to our prosperity. That's going to take some time; that's not a short-term issue.

Par conséquent, l'impact sur l'écart de production — il est possible que le rythme soit différent entre l'offre et la demande. Il est possible que le PIB et la demande soient aux prises avec une population moindre, et les deux seraient donc plus bas. L'écart ne change pas beaucoup. Il y aura donc probablement une incidence sur l'inflation, mais l'incidence principale aura trait aux prévisions de croissance. Les conséquences seront moins grandes sur les prévisions relatives à l'inflation.

[*Traduction*]

Le sénateur C. Deacon : Monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure, nous sommes ravis de vous voir tous les deux ici, alors merci. Il y a environ 18 mois, nous avons publié un rapport au Comité sénatorial des banques, dont le titre disait tout : nous avions besoin d'une stratégie en matière d'innovation pour l'économie fondée sur les données au Canada. Vous avez fait des observations à Toronto lundi qui ont certainement attiré mon attention à un événement organisé par The Logic, notamment que les politiques désuètes et obstructives sont des objectifs dans les batailles pour la productivité au Canada. J'ai trouvé que cela résumait très bien la situation. Vous avez mentionné que nous sommes à l'origine de ces problèmes et que nous ne pouvons pas les résoudre. Il y a là de bonnes citations.

Quand vous dites que nous devons nous pencher sur ces questions, comment souhaiteriez-vous que le Canada les examine et agisse en conséquence?

M. Macklem : Permettez-moi de commencer ma réponse en disant que notre travail est la politique monétaire et que nous n'allons pas entrer dans les détails des politiques individuelles. Cette responsabilité incombe aux parlementaires et aux gouvernements.

Le sénateur C. Deacon : Nous aimerais entendre vos conseils.

M. Macklem : Je peux dire deux ou trois choses sur les objectifs.

Comme vous le savez tous, la productivité est un enjeu de longue date dans ce pays. Après la COVID-19, la situation s'est aggravée; elle ne s'est pas améliorée. Cela a amené la première sous-gouverneure à sonner l'alarme.

Nous voulons que cette question fasse l'objet d'un effort concerté. Lundi, au sommet de The Logic, j'ai essayé de recadrer cela. Nous avons tout un éventail de politiques — dont certaines vous tiennent à cœur, soit la politique sur la propriété intellectuelle, la politique sur l'innovation, la politique monétaire, la politique fiscale et la politique de l'impôt. Ces politiques doivent être examinées en tenant compte de la productivité. Ils ont des objectifs multiples, mais ces politiques-cadres sont importantes pour notre prospérité. Il faudrait du temps; cela ne se réglera pas à court terme.

There are some other things where there is some potential to do something in the shorter run. This is what I was talking about with the “own goals.” There are well-intentioned policies that are holding productivity back. Why do we have trade restrictions between provinces? Why do we have different labour accreditations for accountants, lawyers, doctors and electricians in different provinces? To some extent, these are well-intentioned policies, but they may well be doing more harm than good.

We have been very successful at bringing people into this country. We’re not always successful in recognizing their credentials and ensuring they get a job that maximizes their productivity.

One of the things I certainly hear about increasingly when I’m outside of the country is so many big international investors are saying the following to me:

Tiff, we’d love to invest more in Canada. You have a great country. North America is a fabulous neighbourhood. You have rule of law; you’re a stable democracy, but navigating the regulatory approvals is taking too long. It’s too complicated, so I’ve decided to invest my capital somewhere else.

Sadly, I’m even hearing this from Canadian companies, many of whom operate on both sides of the Canadian border. Both sides of the Canada-U.S. border are saying, “I can get more regulatory clarity in the United States.”

There are some good reasons for those regulations, and there are some good reasons for those approvals, but if we could provide more certainty faster, I think that would be good. These are some of the examples of what I call the “own goals” — the things that we caused, so we can also un-cause them.

Senator C. Deacon: Thank you very much, governor.

Senior deputy governor, one of the things we have gotten right in the last while is our competition policies and the Competition Act have been dramatically strengthened. The driving of a pro-competitive force within government across government policies — to build on what the governor said — is probably something that you would agree is a very important area for us to continue to push and not stop to say, “Okay, that’s done.” I think we’re just getting started. Is that a fair assessment?

Ms. Rogers: Yes, absolutely. Our office has been meeting with our competition commissioner with his new powers, and we’re collaborating on some research. Yes, we think it’s good.

Il y a d’autres choses pour lesquelles il est possible d’agir à court terme. C’est ce dont je parlais à propos des objectifs. Il y a des politiques bien intentionnées qui freinent la productivité. Pourquoi avons-nous des restrictions commerciales entre les provinces? Pourquoi avons-nous des accréditations de travail pour les comptables, avocats, médecins et électriciens qui sont différentes entre les provinces? Dans une certaine mesure, ces politiques sont bien intentionnées, mais elles pourraient faire plus de mal que de bien.

Nous avons très bien réussi à faire venir des gens dans ce pays. Nous ne réussissons pas toujours à reconnaître leurs qualifications et à veiller à ce qu’ils obtiennent un emploi qui optimise leur productivité.

L’une des choses dont j’entends parler de plus en plus souvent lorsque je suis à l’étranger, c’est qu’un grand nombre d’investisseurs internationaux me disent ce qui suit :

Monsieur Macklem, nous aimerais investir plus au Canada. Vous avez un merveilleux pays. L’Amérique du Nord est un formidable voisinage. Vous avez la primauté du droit et vous êtes une démocratie stable, mais le processus d’approbation réglementaire prend trop de temps. C’est trop compliqué, alors j’ai décidé d’investir mon capital ailleurs.

Malheureusement, j’entends ce discours de la part d’entreprises canadiennes, dont bon nombre d’entre elles exercent leurs activités des deux côtés de la frontière canadienne. Des deux côtés de la frontière canado-américaine, les gens disent qu’ils peuvent obtenir plus de clarté réglementaire aux États-Unis.

Il y a de bonnes raisons pour ces règlements et il y a de bonnes raisons pour ces approbations, mais si nous pouvons obtenir plus de certitude plus rapidement, je pense que ce serait une bonne chose. Ce sont là quelques exemples de ce que j’appelle les objectifs — les problèmes que nous avons créés et que nous ne pouvons pas faire disparaître.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie, gouverneur.

Madame la première sous-gouverneure, l’une des choses que nous avons réussies ces derniers temps, c’est que nos politiques en matière de concurrence et la Loi sur la concurrence ont été considérablement renforcées. La création d’une force qui favorise la concurrence au sein du gouvernement dans le cadre de ses politiques — pour reprendre ce que le gouverneur a dit — est probablement, vous en conviendrez, un domaine très important où nous devons continuer d’aller de l’avant et ne pas dire que c’est terminé. Je pense que ce n’est qu’un début. Ai-je raison?

Mme Rogers : Oui, tout à fait. Notre bureau rencontre notre commissaire à la concurrence doté de ses nouveaux pouvoirs, et nous collaborons à certaines recherches. Oui, nous pensons que c’est une bonne chose.

Senator C. Deacon: It's an ally in the fight against inflation, as I recall you describing it at one point, having a strong, robustly competitive market. Thank you.

Senator Martin: Thank you both for being back at the committee. I have two questions: One is related to the weak productivity, and another is regarding unemployment.

I'm looking at a recently published TD Bank report entitled *From Bad to Worse: Canada's Productivity Slowdown is Everyone's Problem*. I'm sure you're aware of that. The report contained the warning that without significant improvements in our labour productivity, Canada risks a continued decline in living standards, wage stagnation and potential strain on public services.

In your October *Monetary Policy Report*, you noted that the manufacturing sector has been held back by weak productivity growth. I'm wondering whether you can comment further, sharing your insights and other advice regarding how we can address this, particularly in the manufacturing sector.

Mr. Macklem: It's a very big topic. Sadly, we would largely agree with the statistics that you quoted.

Why does the Bank of Canada, in particular, talk about productivity? It is because productivity determines the rate that the economy can grow without creating inflationary pressures. With interest rates, we can get the economy operating at its productive capacity, but, fundamentally, if we want to grow the economy, we have to grow that productive capacity. An important way to do that is to raise the output per worker. That's what pays higher wages and expands your tax base. Yes, I'm very aligned with your opening comments.

How to fix it? I talked about a couple of the ingredients in response to Senator Deacon. The other thing I would say is that the proximate causes of our low productivity growth are evident. Canadian businesses invest less in new machinery and equipment, they invest less in research and development, or R&D, they have fewer new patents and they're less innovative, so that's why productivity growth is slower. But why do Canadian businesses invest less? Why are they less innovative? Why do they have fewer patents? Why do they spend less on R&D? Those are more difficult questions.

Le sénateur C. Deacon : C'est un allié dans la bataille contre l'inflation, comme vous l'avez décrit à un moment donné, si je me souviens bien, en ayant un marché vigoureux et fortement concurrentiel. Merci.

La sénatrice Martin : Je vous remercie tous les deux d'être de retour au comité. J'ai deux questions : l'une porte sur la faible productivité et l'autre porte sur le chômage.

Je regarde un rapport récemment publié par la Banque TD intitulé *De mal en pis : le ralentissement de la productivité au Canada touche tout le monde*. Je suis certaine que vous êtes au courant. Le rapport mettait en garde que sans d'importantes améliorations de la productivité de notre main-d'œuvre, le Canada risque de connaître une baisse continue du niveau de vie, une stagnation des salaires et des pressions potentielles sur les services publics.

Dans votre *Rapport sur la politique monétaire*, vous avez signalé que le secteur manufacturier a été ralenti par une faible croissance de la productivité. Je me demande si vous pouvez nous faire part de vos observations, de vos idées et de vos conseils sur la façon dont nous pouvons régler ce problème, en particulier dans le secteur manufacturier.

M. Macklem : C'est un sujet très vaste. Nous approuvons malheureusement en grande partie les statistiques que vous avez citées.

Pourquoi la Banque du Canada, en particulier, parle-t-elle de la productivité? C'est parce que la productivité détermine le taux de croissance de l'économie sans créer de pressions inflationnistes. Avec les taux d'intérêt, nous pouvons faire fonctionner l'économie à sa capacité de production mais, fondamentalement, si nous voulons faire croître l'économie, nous devons augmenter cette capacité de production. Une importante façon d'y parvenir est d'accroître la production par travailleur. C'est ce qui permet de payer des salaires plus élevés et d'élargir l'assiette fiscale. Oui, je souscris à vos remarques liminaires.

Comment peut-on régler le problème? J'ai mentionné quelques-uns des ingrédients en réponse à une question du sénateur Deacon. L'autre chose que je dirais, c'est que les causes immédiates de notre faible croissance de la productivité sont évidentes. Les entreprises canadiennes investissent moins dans de nouvelles machines et de nouveaux équipements, investissent moins dans la recherche et le développement, ou R-D, ont moins de nouveaux brevets et sont moins novatrices, et c'est pourquoi la croissance de la productivité est plus lente. Mais pourquoi les entreprises canadiennes investissent-elles moins? Pourquoi sont-elles moins novatrices? Pourquoi ont-elles moins de brevets? Pourquoi dépensent-elles moins pour la R-D? Ce sont là des questions plus difficiles.

We have to be careful not to overly generalize. The reality is that we have some fabulous companies in this country that are competing very successfully in global markets. They are investing, they are innovating and they are highly competitive globally. It's the middle of the World Series, so I'm going to use a baseball analogy. We have companies that are hitting home runs, but our batting average isn't very good. The average is too low, and that is holding back the country. We have to look at our strengths. How do we double down on our strengths? How do we get more of those companies that are hitting home runs? It's not as if we can't do it; we can. We have to get the average up.

Senator Martin: I'm questioning why. This is something for the committee to wrestle with. I have one quick question: In your policy report, you talk about youth unemployment, particularly among newcomers, indicating that it is above 12%. I don't know if you could further explain this rate and talk about what can be done.

Mr. Macklem: Do you want to say a few words on the labour market, Ms. Rogers?

Ms. Rogers: As I mentioned earlier, if you go back a little more than a year, companies were having trouble finding workers. When we look at the labour market conditions, we look at the participation in the labour market, the amount of hiring that's going on and the number of vacancies. When the economy was very overheated, we saw a lot of unfilled jobs, so a lot of vacancies were going without workers.

What we've seen more recently is the labour market has moderated. We haven't seen unemployment climb, and we haven't seen a lot of layoffs, but we have seen those vacancies come down.

To come to your question about youth, they're looking for their first job. They're the marginal employee in the labour market. Often if you see unemployment increasing, you're going to see it first there.

We've been bringing employees into the country faster than the labour market can absorb them now. For a long time, we needed employees coming in. As that hiring has come down, that's why you see the numbers showing up in newcomers and, in particular, youth.

The Chair: Regarding those early indicators in the young age group, is that a canary in the coal mine? Is that usually where the numbers show up first? Is that troubling for you?

Il ne faut pas trop généraliser. Le Canada compte plusieurs entreprises extraordinaires qui tirent très bien leur épingle du jeu dans les marchés mondiaux. Elles investissent et elles innoveront, ce qui les rend très compétitives au niveau international. Comme nous sommes en pleine série mondiale, je vais faire une analogie avec le baseball. Certaines de nos entreprises font des coups de circuit, mais la moyenne du Canada au bâton laisse beaucoup à désirer au point que cela freine la prospérité du pays. Il faut miser sur nos forces. Il faut trouver un moyen de les décupler. Prenons des mesures pour faire augmenter le nombre d'entreprises au pays qui font des coups de circuit. Ne nous sous-estimons pas. Nous sommes tout à fait capables de faire augmenter notre moyenne au bâton.

La sénatrice Martin : Je me demande pourquoi en effet notre moyenne est si basse. Le comité devrait tenter de résoudre cette énigme. J'aurais une question rapide pour vous. Dans votre rapport sur la politique monétaire, vous parlez du taux de chômage des jeunes — particulièrement dans le groupe des nouveaux arrivants —, qui s'élèverait à plus de 12 %. Pourriez-vous étayer un peu ces statistiques et parler des mesures à prendre?

M. Macklem : Pourriez-vous parler du marché du travail, madame Rogers?

Mme Rogers : Comme je l'ai mentionné tout à l'heure, il y a un peu plus d'un an, le pays enregistrait une pénurie de main-d'œuvre. L'analyse des conditions du marché du travail effectuée par la banque tient compte de la participation au marché du travail, du rythme d'embauche et du nombre de postes vacants. Lorsque l'économie était en surchauffe, le nombre de postes à pourvoir était élevé. Le nombre de travailleurs était de beaucoup inférieur au nombre de postes vacants.

Le marché de l'emploi connaît une accalmie récemment. Ni le taux de chômage ni le taux de licenciements n'ont augmenté. En revanche, le nombre de postes vacants a diminué.

Pour revenir à votre question sur les jeunes. Ils sont à la recherche de leur premier emploi. Ce sont des employés marginaux dans le marché de l'emploi. Lorsque le taux de chômage augmente, c'est cette catégorie qui est frappée en premier.

Le marché de l'emploi est incapable d'absorber les travailleurs au rythme auquel nous les faisons venir au pays. Pendant longtemps, il a fallu faire venir des employés de l'étranger, mais depuis que le rythme de l'embauche a ralenti, le taux de chômage des nouveaux arrivants affiche une hausse, particulièrement chez les jeunes.

La présidente : Pourrait-on considérer ces indicateurs précoce observés dans le groupe démographique des jeunes comme des signes précurseurs ou comme le canari dans la mine?

Habituellement, ce type d'indicateurs se manifestent-ils d'abord dans ce groupe? Trouvez-vous ces chiffres préoccupants?

Ms. Rogers: I'm not sure that I would call it a canary in the coal mine. It would be typical that's where you would see the numbers show up first.

Senator Varone: I'm not an economist; I'm more of a pocketbook economist, if you know what I mean. But the Bank of Canada stated that it has various preferred measures of core inflation, one being CPI-trim and another being CPI-median. When deployed, they exclude the volatile components of the consumer price index, or CPI, which then generate what the Bank of Canada refers to as core CPI, or CPIX. And that excludes the eight most volatile components of the CPI, such as mortgage interest and gasoline.

I get confused when you talk about core inflation. Isn't that confusing more Canadians, given that mortgage interest costs, gasoline costs and food prices cause Canadians the most grief, yet that's excluded from the calculations? Isn't it akin to me saying that I'm very wealthy if I exclude all my debt obligations?

Mr. Macklem: I'm sorry we confused you. Clearly, we need to do a better job of explaining it.

Let me underline a couple of things.

First of all, our target is total CPI inflation. We want to get total CPI inflation to stay close to 2%, toward the middle of the 1% to 3% range.

Senator Varone: Core inflation hitting 1.6% —

Mr. Macklem: The total is at 1.6%; for core inflation, the two measures are 2.3% and 2.4%.

Why do we look at core? The reason we look at core is, month to month, there are some very volatile components of the CPI. The most obvious one that we all see every week at the gas pump is gasoline prices. They go up and down with global oil prices. What we influence is through the underlying centre of gravity of inflation — the trend of inflation. We can't control the monthly fluctuations coming from oil prices going up and down.

Interest rates influence demand in the economy. Demand relative to supply influences the underlying direction of inflation.

We use our core measures as a way to try to separate the volatility from the underlying direction. We use them to help us get the total CPI inflation at our target. They're sort of like an

Mme Rogers : Je ne dirais pas nécessairement que ces indicateurs sont des signes précurseurs. C'est normal que ces indicateurs apparaissent dans ce groupe en premier.

Le sénateur Varone : Je ne suis pas économiste, mais je suis un avide lecteur d'ouvrages sur l'économie. La Banque du Canada a dit qu'elle privilégiait diverses mesures de l'inflation fondamentale, notamment l'IPC-tronq et l'IPC-méd. Ces mesures excluent les composantes volatiles de l'indice des prix à la consommation, ou IPC, et permettent de déterminer ce que la banque appelle l'inflation fondamentale de l'IPC, ou IPCX. Les huit composantes les plus volatiles de l'IPC telles que les intérêts hypothécaires et les prix de l'essence sont donc exclues.

J'ai du mal à saisir la notion d'inflation fondamentale. Cette mesure de l'inflation rend perplexe une bonne partie de la population parce qu'elle ne tient pas compte des composantes qui font le plus mal aux Canadiens, soit les intérêts sur les prêts hypothécaires et les prix de l'essence et des aliments. C'est comme si je disais que je suis riche, mais que je ne tenais pas compte des paiements à verser à mes créanciers.

M. Macklem : Je suis désolé de cette confusion. Nous n'avons pas assez bien expliqué cette notion.

Je vais mentionner une ou deux choses.

Tout d'abord, notre cible est fixée par rapport à l'inflation de l'IPC total. Nous voulons que l'inflation de l'IPC ne s'éloigne pas de 2 %, ou du milieu de la fourchette allant de 1 % à 3 %.

Le sénateur Varone : Le taux d'inflation fondamentale se chiffre à 1,6 %...

M. Macklem : Le taux d'inflation fondamentale est de 1,6 %, et les deux mesures se chiffrent respectivement à 2,3 % et à 2,4 %.

Nous examinons l'inflation fondamentale parce que certaines composantes de l'IPC sont très volatiles d'un mois à l'autre. La plus évidente est celle que le public voit chaque semaine à la station-service. Ce sont les prix de l'essence, qui fluctuent en fonction des prix mondiaux du pétrole. Nous exerçons une influence en agissant sur le centre de gravité de l'inflation — la tendance de l'inflation. Nous ne pouvons pas contrôler les variations mensuelles causées par la hausse ou la baisse des prix du pétrole.

Les taux d'intérêt influent sur la demande. La demande relative à l'approvisionnement influe à son tour sur la tendance sous-jacente de l'inflation.

Nous utilisons les mesures de l'inflation fondamentale pour essayer d'exclure la volatilité de la tendance sous-jacente de l'inflation. Ces mesures nous aident à établir la cible fondée sur

instrument or a tool that we use to help us see if the total is going to stay where it needs to stay or if it's headed in the right direction.

It is important that Canadians understand that the reason we target total CPI inflation is no consumer basket is perfect, and everybody in Canada has a slightly different consumption basket. But the CPI is designed to be the best representation of the consumer basket of Canadians, and we want the rate of change of the prices in that basket to stay close to 2%.

Senator Varone: Thank you.

Senator Fridhandler: Thank you for appearing here. In fact, the very answers you've given somewhat answer the question I have, which started from the International Monetary Fund, or IMF, report in 2022 that criticized the disclosure level of policy deliberations within the bank. I think your response was that, in January of 2023, you were going to commit to improving disclosure relative to those deliberations.

First, what happened in that space? Second, on a broader level, I see that as disclosure, but you've demonstrated here today a more — I'll probably scare you if I say an "activist role" in talking about monetary policy and the economy. In fact, at one point, you said that some of that stuff is for parliamentarians. But I wonder to what degree you'll share your goodwill or credibility with Canadians in educating with more of an activist or education role, which is the other part of the disclosure role. I'd be interested to hear what you can say on those two points.

Mr. Macklem: I'll say a couple of things, and then I'll ask Ms. Rogers to say a few words.

To go back to the IMF report, they gave us very high marks on transparency. They had some suggestions that we took on board. Ms. Rogers, why don't you say a few words? Yes, we took their recommendations. We've also been doing a number of other things, and I expect we're going to do some more things.

Ms. Rogers: A couple of the specific things that we did, particularly in response to the IMF report, was we started publishing what we call a "summary of deliberations." After each interest rate decision, about a week or two weeks later, we publish a summary of the discussion that the governing council had. We also go to a press conference after every decision. The governor and I used to do one only after every other decision —

le taux d'inflation de l'IPC. Ce sont des outils qui nous aident à déterminer si cet indicateur général de l'inflation se maintiendra près de la cible ou à nous assurer qu'il suit la bonne tendance.

Il est important que les Canadiens comprennent que notre cible est fondée sur le taux d'inflation de l'IPC parce que le panier d'achats parfaitement représentatif n'existe pas et que de légères différences existent entre les paniers d'achats au Canada. N'empêche que l'IPC est considéré comme la représentation la plus fidèle du panier de consommation des Canadiens. Nous souhaitons que le taux de variation des prix des produits se trouvant dans le panier se maintienne près de 2 %.

Le sénateur Varone : Merci.

Le sénateur Fridhandler : Merci aux témoins de leur présence parmi nous. En fait, les réponses que vous avez données ont répondu à la question que je voulais poser à propos d'un rapport publié en 2022 par le Fonds monétaire international, ou FMI. Dans ce rapport, le FMI notait que la banque ne communiquait pas assez au public ses délibérations sur les politiques. Vous avez répondu à cette critique en janvier 2023 en disant que vous alliez vous engager à rendre publique une plus grande part de ces délibérations.

Tout d'abord, quelles mesures ont été prises sur ce front? Ensuite, dans une perspective plus vaste, je constate aujourd'hui que vous parlez plus ouvertement de votre politique monétaire et de l'économie. Vous avez adopté un rôle que je qualifierais — au risque de vous faire peur — de plus « militant ». Vous avez dit tout à l'heure que les politiques sont déterminées par les parlementaires. Je me demandais si vous comptiez démontrer votre bonne volonté ou votre crédibilité en adoptant une approche plus militante ou pédagogique, ce qui vous permettrait en outre de remplir en partie votre devoir de transparence. Qu'avez-vous à dire sur ces deux points?

M. Macklem : Je vais amorcer une réponse avant de céder la parole à Mme Rogers.

Pour revenir au rapport du FMI, nous avons obtenu des notes très élevées pour la transparence. Nous avons présenté les suggestions formulées par l'organisme au conseil d'administration. Madame Rogers, je vais vous laisser en parler. Nous avons accepté les recommandations. Certaines mesures ont déjà été prises, et d'autres seront prises bientôt.

Mme Rogers : Parmi les quelques mesures que nous avons prises pour répondre au rapport du FMI, nous avons lancé la série des « résumés des délibérations du Conseil de direction ». Ce résumé des discussions tenues au Conseil de direction est diffusé une semaine ou deux après les décisions sur les taux d'intérêt. Nous donnons également une conférence de presse après chaque décision. Auparavant, le gouverneur et moi-même

our *Monetary Policy Report* decisions when we release our outlook — and we now have a press availability after every decision. Those are two specific things.

If I think about your broader question, you used the term “activist.” I don’t know that we would use that term, but an important principle to us at the bank is ensuring that we’re being clear in plain language. It’s disappointing to hear that we’re not doing a good job on core inflation. That is one we struggle with, though, so it was a good question.

We have some basic standards in the bank. When one of us makes a speech, we use special software to measure the level of education that you would need to understand our speech, and we try to make sure that we speak at a level where we’re most likely to be understood by the most number of Canadians.

We have a section on our website called “The Economy, Plain and Simple,” where we provide plain language explainers about the more complex topics and words that we sometimes use.

We’ve also significantly increased “regional outreach,” which is the term we use, but it just means how often members of the governing council are out talking to Canadians. Our governing council members kind of divide the country up at the beginning of the year, and we each try to go out and visit communities. I was out in Calgary last year. A member of our governing council was in Red Deer a couple of weeks ago for a couple of days. Those are all things we do — it’s “activist” in the sense that we want to be understood. We think we’re more effective if Canadians understand what we’re saying, so we try to get out there and talk to them.

Senator Fridhandler: Thank you for those efforts. I think they’re important, and it has been upgraded from what we’ve seen from the bank in recent years.

In your remarks, governor, you mentioned monitoring elevated geopolitical risks. When we hear that, we generally think of something negative. Some are obvious to most of us here.

Are there any positive geopolitical risks that you’d like to speak to?

Mr. Macklem: They are generally negative. I won’t give you the long list of negatives; you know what they are.

I would say, though, that this is a time of change in global alignments with regard to what other countries are trading with. To give you a very prominent example, if you go back to 2000,

en donnions dans la foulée d’une décision sur deux — après les décisions présentées dans le *Rapport sur la politique monétaire* lors de la diffusion de nos projections —, tandis qu’à présent, nous répondons aux questions des médias après chaque décision. Voilà deux mesures précises.

Pour revenir à votre question plus vaste, vous avez employé le terme « militantisme ». Je ne sais pas si cela décrit bien ce que nous faisons, mais un principe important que nous observons à la banque est de communiquer dans un langage clair et simple. Je suis navrée d’apprendre que nous manquons de clarté au sujet de l’inflation fondamentale. Vous posez une bonne question, car c’est un sujet qui visiblement nous donne du fil à retordre.

Nous avons des normes fondamentales à la banque. Chaque fois que nous préparons un discours, nous appliquons un logiciel qui permet de mesurer le niveau de scolarisation nécessaire pour en comprendre le contenu. Nous voulons nous assurer d’être compris par la majorité des Canadiens.

Le site Web de la banque comporte une section intitulée « L’Économie claire et simple », qui présente des articles en langage simple sur les sujets les plus complexes et sur la terminologie employée à la banque.

Nous avons aussi considérablement accru ce que nous appelons le « rayonnement » dans les régions, qui désigne la fréquence à laquelle les membres du Conseil de direction vont parler directement aux Canadiens. Au début de l’année, les membres du conseil s’assignent chacun une région du pays qu’ils s’engagent à aller visiter. Je suis allée à Calgary l’an dernier. Un autre membre du conseil a passé deux jours à Red Deer il y a deux semaines. Ces choses que nous faisons peuvent ressembler à du « militantisme », car elles ont pour objet de communiquer un message. À notre avis, nous sommes plus efficaces lorsque les Canadiens comprennent ce que nous disons. C’est dans cette optique que nous allons parler aux gens.

Le sénateur Fridhandler : Merci des efforts que vous faites. J’estime que c’est important et que la banque en fait beaucoup plus que dans les dernières années.

Monsieur le gouverneur, vous avez parlé des risques élevés sur le plan géopolitique qu’il fallait surveiller. Ces risques ont en règle générale une connotation négative. Certains sont bien connus par la plupart des membres du comité.

La situation géopolitique comporte-t-elle des effets positifs dont vous aimeriez parler?

M. Macklem : Habituellement, les effets de l’incertitude sont négatifs. Je ne vais pas tous vous les énumérer, car vous les connaissez.

Je noterais par contre que le système de relations commerciales mondial connaît une période de changements. Je vais vous donner un exemple très éloquent. Si nous remontons à

Canada had the biggest share of U.S. imports. Between 2000 and 2020, our share went down and China's share went up. China had the highest. In recent years, due to China moving up the value chain and competing more directly with other countries — it is not the low-cost producer — combined with a greater use of tariffs and trade restrictions, China's trade with the U.S. has gone down. Canada is now back to second. Mexico is number one. Trade is shifting. If you are a Canadian business, there are opportunities. My advice is that you need to be alive to the fact that there are shifts going on and look for your spot. Where is a spot in a secure supply chain? Canada is a secure place. We are a good partner. We are a safe partner. How can we help other countries solve their security problems and enter into those secure supply chains?

There is no question that geopolitical uncertainty is not usually good for growth. It is not good for investment. It is mostly negative, but we can't be paralyzed by that uncertainty. Canadian companies need to be looking for where the opportunities are. We have something to offer.

The Chair: Thank you. Senior deputy governor, I'm assuming that the "break the glass" had a high educative value. Did it deliver the message?

Ms. Rogers: It sparked a renewed debate. It has been around for a long time.

Senator Yussuff: Thank you, governor and senior deputy governor, for being here. I'll ask you some tough questions because I think they are on the mind of a lot of people who are paying high interest rates for their mortgage. Inflation has finally come down, and they think you are still keeping your foot on the brakes. They are wondering when they are going to see relief that will make their life a little more stable, as well as that of their family, but also equally contribute to the economy in a greater way so that they are not spending so much money trying to manage their mortgage.

Mr. Macklem: First of all, we are acutely aware that this has been a difficult period for Canadians. We survey Canadians regularly. We hear from them very directly. Higher interest rates have made it harder for them to get their budget to match with their income. You can see that Canadians are cutting back on discretionary spending in particular. On consumption per capita — in other words, in individual households — it has gone down, even though consumption in aggregate has been going up because we have been adding people to the economy. With respect to when we are going to lower interest rates, we have lowered them four times by 125 basis points. We have been clear that we anticipate lowering them further unless we are surprised by economic developments. We started in June. That's starting to

l'année 2000, la plus grande part des importations des États-Unis provenaient du Canada. De 2000 à 2020, la part du Canada a diminué. Les importations de la Chine ont pris le premier rang. Toutefois, au cours des dernières années, la Chine a gravi les échelons de la chaîne de valeurs. N'étant plus une productrice à bas prix, elle livre désormais une concurrence plus directe avec les autres pays. Ces facteurs combinés avec le nombre accru de tarifs et de restrictions commerciales ont entraîné une diminution des relations commerciales entre la Chine et les États-Unis. Le Canada a remonté au deuxième rang derrière le Mexique. Il existe des possibilités pour les entreprises canadiennes. Le conseil que je donnerais aux entreprises est de suivre l'évolution des changements et de se tailler une place dans une chaîne d'approvisionnement sûre comme celle du Canada. En tant que partenaire fiable, le Canada doit chercher un moyen d'aider les autres pays à résoudre leurs problèmes de sécurité et à intégrer des chaînes d'approvisionnement sûres.

Habituellement, l'incertitude géopolitique est délétère tant pour la croissance que pour les investissements. Ses effets sont en bonne partie négatifs, mais il ne faut pas les laisser nous paralyser. Les entreprises canadiennes ont quelque chose à offrir. Elles doivent rester à l'affût des possibilités.

La présidente : Merci. Madame la première sous-gouverneure, je suppose que votre discours sur le problème de productivité au Canada était très pédagogique. Avez-vous réussi à faire passer votre message?

Mme Rogers : Le discours a ranimé un débat qui ne date pas d'hier.

Le sénateur Yussuff : Monsieur le gouverneur, madame la première sous-gouverneure, merci de votre présence. Je vais vous poser les questions difficiles qui trottent dans la tête de ceux qui paient des taux d'intérêt hypothécaires élevés. Ces personnes se demandent pourquoi vous gardez le pied sur le frein alors que l'inflation a reculé. Elles ont hâte que la pression financière diminue pour que leur vie et celle de leur famille se stabilisent. Elles préféreraient mettre de l'argent dans l'économie plutôt que de consacrer une bonne partie de leur revenu aux paiements hypothécaires.

M. Macklem : Tout d'abord, nous savons pertinemment que cette période est difficile pour les Canadiens. Nous prenons régulièrement le pouls des Canadiens. Nous recevons directement leurs commentaires. En raison de la hausse des taux d'intérêt, les gens ont du mal à équilibrer leur budget par rapport à leurs revenus. Nous constatons que les Canadiens ont réduit leurs dépenses discrétionnaires. La consommation par ménage a reculé, et ce, même si la consommation agrégée est à la hausse en raison de l'ajout de personnes dans l'économie. Pour revenir à la baisse des taux d'intérêt, je rappelle que nous les avons réduits 4 fois de 125 points de base au total. Nous avons dit clairement que nous nous attendions à les réduire encore plus, sauf si des développements économiques que nous n'avons pas anticipés

pass through to Canadians. You are starting to see some signs. Certainly, consumer confidence has been low, but it has stabilized. There are signs that it is starting to tick up. We expect that will continue to come up. It is something we are watching very closely. We know that lower interest rates will pass through, and household spending will pick up. There is always uncertainty about how quickly it will happen and how much we have to drop rates to get the pickup we need, and that is something we are watching closely.

Senator Yussuff: There is an elephant in the room that we are all staring at, and we'll find out next week where that elephant will land. Our American friends — depending on who wins the election — are talking about tariffs that will have a devastating impact. We export almost 80% to the United States. Every sector exporting to the United States is going to have a devastating effect. Is the bank taking this into consideration, recognizing it is going to further diminish any possibility of growth if we end up having to mitigate whatever the Americans do, should a certain individual get elected in the United States?

Mr. Macklem: I'll say a couple of things. First of all, as this committee is well aware, we don't comment on Canadian politics. So we are certainly not going to comment on American politics. I will say a couple of things, though. It returns to Senator Fridhandler's question. Regardless of who wins the election in the United States, the world is a more hostile place. There is more conflict in the world. There are more trade restrictions in the world. The U.S. and China are competing for economic power. If you are running a business, economic security is now part of trade policy. It is not only about efficiency. It is about national security and economic security. That's a reality. It's not going away. How that gets managed by the United States is going to depend on who wins the election, but the broader issue is there either way.

The second thing I would say is that Canada and the United States have a very good trade agreement. Everybody knows that the United States is the biggest destination of Canadian exports. Not everybody knows that Canada is the biggest destination of U.S. exports. In fact, for 32 of the states, that's true. It is not just the northern states. It is pretty broad-based. This is a trade relationship which is in both countries' interests, and it has endured through different administrations. Given that it is in both countries' best interests, you would expect both countries would want to keep it.

The Chair: Thank you very much.

surviennent. Nous avons amorcé la baisse en juin. Les Canadiens commencent à en ressentir les effets. Nous discernons des signes. Le niveau de confiance des consommateurs est faible, mais stable. Nous enregistrons les indices d'une hausse, qui devrait se poursuivre. Nous surveillons les choses de très près. La diminution des taux d'intérêt va inciter les ménages à recommencer à dépenser. Puisque nous ne savons pas avec certitude à quel moment cela se produira, nous ne pouvons pas chiffrer la réduction des taux d'intérêt qui assurera la reprise. Nous suivons la situation de très près.

Le sénateur Yussuff : Un éléphant dans la pièce retient l'attention de tous. Nous en connaîtrons les traits la semaine prochaine. Nos amis américains parlent de mettre en place — selon le vainqueur des prochaines élections — des tarifs qui auront des effets dévastateurs. Presque 80 % de nos exportations sont destinées aux États-Unis. Toutes les industries qui exportent aux États-Unis seront gravement touchées. La banque tient-elle compte de ces risques? Reconnaît-elle que nos possibilités de croissance seront encore plus affaiblies si nous sommes obligés de prendre des mesures pour atténuer les effets des politiques prises aux États-Unis au lendemain de l'élection d'un certain individu?

M. Macklem : Je vais dire deux choses. Tout d'abord, comme le sait pertinemment le comité, la banque ne fait pas de commentaires sur les politiques canadiennes. Nous n'allons certainement pas en faire sur les politiques américaines. Je vais toutefois mentionner une ou deux choses qui nous ramènent à la question du sénateur Fridhandler. Peu importe qui gagnera les élections aux États-Unis, le monde est devenu plus hostile. Le nombre de conflits augmente sur la planète, tout comme le nombre de restrictions commerciales. Les États-Unis et la Chine se disputent le statut de plus grande puissance économique. La sécurité économique fait désormais partie de la politique commerciale des entreprises. L'exploitation d'une entreprise doit tenir compte non plus seulement de la rentabilité, mais aussi de la sécurité nationale et de la sécurité économique. Cette nouvelle réalité est là pour de bon. La manière dont la situation sera gérée dépendra du prochain président ou de la prochaine présidente, mais le problème global est le même, peu importe le résultat des élections.

Une deuxième petite chose que j'aimerais mentionner est la solidité de l'accord commercial entre le Canada et les États-Unis. Tout le monde sait que les États-Unis sont la principale destination des exportations canadiennes. En revanche, les gens sont moins nombreux à savoir que le Canada est la principale destination des exportations de 32 États un peu partout dans le territoire américain — pas seulement les États du nord du pays. Cette relation commerciale concorde avec les intérêts des deux pays. L'accord a survécu à plusieurs administrations. Comme il épouse les intérêts supérieurs des deux parties, je m'attendrais à ce que les deux pays souhaitent le conserver.

La présidente : Merci beaucoup.

[Translation]

Senator Massicotte: Thank you very much for joining us; it's very nice of you. This is always a very important event for us. I have two questions.

In your press conference, when you announced the report, you said that "you feel in a good place" about the 2%. You were very comfortable with the 2%. Why 2%? Why not 0.5% or 3%? Why is 2% comfortable?

Mr. Macklem: That's a very good question. The short answer consists of two reasons. First, inflation at 2% is low enough that households don't need to worry about major changes in the cost of living from one year to the next. The changes are small enough from one year to the next. That's a very low inflation rate.

The other reason is that we've had a 2% target for the last 30 years or so, and what we've seen is that the economy works better when inflation is low and stable. As far as inflation goes, 2% is low and stable. Yes, we have a lot of studies and I could go into more detail, but these are the broad outlines.

Senator Massicotte: Here is my second question. In your presentation earlier, you referred to the fact that we were initially the largest importer from and exporter to the United States. Before the tariffs, we dropped to second place, but with the tariffs, we're back in first place. I've read reports indicating that it's true that fewer products are going directly from China to the United States, but indirectly, through Mexico and other countries, the same quantity is being imported into the United States as before. It's a bit wrong to say that Canada may be number one; that's because we don't consider the whole route of products that end up in the United States after taking a detour through Mexico and other countries.

Mr. Macklem: You're right, it's not.... I've simplified it a little. Yes, trade is changing. There is less trade between the United States and China, but there is more trade between the United States and Vietnam. A large proportion of these goods come from China and go to the United States. We're seeing a lot of Chinese investment in Mexico to gain access to the American market. They're starting to talk about it in the U.S.

In some places, that raises a lot of questions, so we'll see.

I think that, for Canada, that's clearly not the case. If the United States has problems, Canada could be the solution, as I said earlier. This geopolitical uncertainty is not good, but there may be opportunities for Canada.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Merci beaucoup d'être parmi nous; c'est très gentil de votre part. C'est un événement toujours très important pour nous. J'ai deux questions.

Dans votre conférence de presse, quand vous avez fait l'annonce du rapport, vous avez fait référence aux 2 % avec les mots « you feel in a good place ». Vous étiez très confortable avec les 2 %. Pourquoi 2 %? Pourquoi pas 0,5 % ou 3 %? Pourquoi est-ce confortable à 2 %?

M. Macklem : C'est une très bonne question. La réponse courte, c'est deux choses. Premièrement, l'inflation à 2 %, c'est un taux assez bas pour que, d'une année à l'autre, les ménages n'aient pas besoin de s'inquiéter de grands changements dans le coût de la vie. C'est assez bas d'une année à l'autre. C'est très petit.

L'autre raison, c'est que nous avons une cible de 2 % depuis une trentaine d'années et ce que l'on constate, c'est que l'économie fonctionne mieux quand l'inflation est basse et stable. Deux pour cent, cela représente une inflation basse et stable. Oui, on a beaucoup d'études et je pourrais aller plus en détail, mais ce sont les grandes lignes.

Le sénateur Massicotte : Ma deuxième question est la suivante. Dans votre présentation de tout à l'heure, vous avez fait référence au fait qu'on était au départ le plus important importateur et exportateur des États-Unis. Avant les tarifs, on est descendu à la deuxième place, mais avec les tarifs, on retourne à la première place. J'ai lu des rapports qui indiquaient que c'est vrai qu'il y a moins de produits qui vont directement de la Chine aux États-Unis, mais indirectement, par le Mexique et d'autres pays, la même quantité est importée aux États-Unis qu'auparavant. D'abord, c'est un peu faux de dire que le Canada est peut-être numéro un; c'est parce qu'on ne considère pas tout le cheminement des produits qui se retrouvent aux États-Unis après avoir fait un détour par le Mexique et d'autres pays.

M. Macklem : Vous avez raison, ce n'est pas... J'ai un peu simplifié. Oui, l'échange change. Il y a moins d'échanges entre les États-Unis et la Chine, mais il y a plus d'échanges entre les États-Unis et le Vietnam. Une partie importante de ces biens viennent de la Chine et vont aux États-Unis. On voit beaucoup d'investissement de la Chine au Mexique pour avoir un accès au marché américain. On commence à en discuter aux États-Unis.

À certains endroits, cela soulève bien des questions, donc on verra.

Je pense que pour le Canada, ce n'est manifestement pas le cas. Si les États-Unis ont des problèmes, le Canada peut être la solution, comme je l'ai déjà mentionné. Cette incertitude géopolitique n'est pas bonne, mais il y a peut-être des possibilités pour le Canada.

Senator Massicotte: Thank you.

[*English*]

Senator Ringuette: I have always been concerned about productivity. You said that we have some that are hitting home runs. Yes, it's the ones in the big leagues. We don't pay attention to the ones playing in the little leagues. My question is this: I understand that your model is national in scope, but coming from Atlantic Canada, I have found that in the last three years, monetary policy had a bigger impact in Atlantic Canada than in Central Canada. I'm concerned. Then I look at the elephant in the room and the geopolitical tension. Our national exports to the U.S. are 80%, but in Atlantic Canada, 95% of our exports are to the U.S. Nationally, we need to be concerned, but in Atlantic Canada, it is our livelihood right now with the state of things.

In your model, if I have a few questions in regard to the situation in Atlantic Canada, could they be answered?

Mr. Macklem: It depends on what the questions are. We don't have separate provincial models. We don't model the country as separate provinces and then add it all up. Our models are national in scope. They reflect, to some degree, the diversity of the industrial structure on average across the country, but we don't assign it to provinces. We have regional offices across the country. We have one in Halifax, Montreal, Toronto, Calgary and Vancouver. We use those as a base to do two things: We survey businesses and consumers across the country. We have a sense if things are more downbeat or less optimistic in Atlantic Canada than in Central Canada; we have that information. That feeds into the decisions we make. Obviously, we have one interest rate for the country. We are a country. We have one integrated financial market.

Senator Ringuette: Do you have any data on Atlantic Canada to share?

Mr. Macklem: We share some regional breakdowns of our surveys. We have to be a little careful because we want to make sure that if you get to one province in Atlantic Canada, the number of companies that we might have surveyed in that province could be a small number. We have to be a bit careful in drawing conclusions from small samples. We are careful about that. If you average the surveys over a few quarters, you can start to build up a bigger sample for different regions. Yes, we do share that. In fact, every quarter, we publish the results of our surveys. If there are important regional differences, we highlight that. We try to provide some commentary by saying, "This is down, and that was driven by more pessimism in Atlantic Canada." That's something that we regularly comment on. Yes, we can direct you to the information we have.

Le sénateur Massicotte : Merci.

[*Traduction*]

La sénatrice Ringuette : La productivité m'a toujours préoccupée. Vous avez dit que certaines entreprises frappent des coups de circuit. Oui, ce sont celles qui jouent dans la cour des grands. Nous ne prêtions pas attention à celles qui jouent dans les ligues mineures. Ma question est la suivante : je comprends que votre modèle a une portée nationale, mais venant du Canada atlantique, j'ai constaté qu'au cours des trois dernières années, la politique monétaire a eu un impact plus important dans ma région que dans le Canada central. Cela me préoccupe. Ensuite, il y a un éléphant dans la pièce, la tension géopolitique. Sur le plan national, 80 % de nos exportations sont à destination des États-Unis, mais dans le Canada atlantique, c'est 95 %.

Si j'ai des questions concernant la situation au Canada atlantique, votre modèle peut-il y répondre?

M. Macklem : Cela dépend des questions posées. Nous n'avons pas de modèles provinciaux distincts. Nous ne modélisons pas les provinces pour ensuite en faire la somme afin d'arriver au portrait national. Nos modèles portent sur le pays dans son ensemble. Ils reflètent, dans une certaine mesure, la diversité de la structure industrielle moyenne du pays, mais nous ne ventilons pas les données par province. Nous avons des bureaux régionaux dans tout le pays. Nous en avons un à Halifax, à Montréal, à Toronto, à Calgary et à Vancouver. Ces bureaux nous servent de base pour faire deux choses. Nous menons des enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs dans tout le pays. Nous savons si les perspectives sont plus sombres, moins optimistes, dans le Canada atlantique que dans le Canada central. Nous disposons de ces informations. Elles alimentent les décisions que nous prenons. Bien sûr, nous avons un taux d'intérêt unique pour tout le pays. Nous sommes un pays. Nous avons un marché financier intégré.

La sénatrice Ringuette : Avez-vous des données sur le Canada atlantique à partager?

M. Macklem : Nous partageons certaines ventilations régionales de nos enquêtes. Il faut être un peu prudent, car pour une province ou l'autre du Canada atlantique, le nombre d'entreprises que nous avons pu interroger pourrait être faible. Nous devons être prudents lorsque nous tirons des conclusions à partir de petits échantillons. Nous faisons attention à cela. En faisant la moyenne des enquêtes sur quelques trimestres, on peut commencer à constituer un échantillon plus important pour différentes régions. Oui, nous partageons de telles données. En fait, chaque trimestre, nous publions les résultats de nos enquêtes. S'il existe des différences régionales importantes, nous les soulignons. Nous essayons d'ajouter des commentaires en disant, par exemple, qu'une baisse est due à un plus grand pessimisme dans les provinces de l'Atlantique. Nous faisons

Senator Ringuette: Okay.

Ms. Rogers: I mentioned earlier that we have increased our regional outreach. When I gave the speech on productivity, it was in Atlantic Canada. It was in Halifax. I spent a couple of days there meeting with Atlantic businesses, community groups, universities and Indigenous communities. One of the things we ask our governing council members to do is to come back and share all of that feedback with our governing council colleagues. It all feeds into our understanding of the economy. There is a strong feedback loop.

The Chair: Thank you for that.

Mr. Macklem: We have a vast country. That's a wonderful thing. It is important to understand what is going on in the many regions of our vast country.

The Chair: Thank you. I have a couple of questions here before we go on to the second round. We have heard from the government that they intended to extend their borrowing authority. We are watching new spending programs, and we are watching politicians negotiate even more spending over the next little while. You have said in the past that government spending is often working at cross purposes with the central bank's efforts to bring down inflation. I think the quote was "It would be helpful if monetary and fiscal policy was rowing in the same direction." Are you closer to that or not?

Mr. Macklem: I would say that on the monetary policy front, we have made a lot of progress. We are now back to 2% inflation. We are not trying to get inflation down anymore. We are trying to get it to stay where it is. We have some excess supply in the economy, and the labour market is soft. We are in quite a different situation. Those comments were when the economy was overheated, and we had raised rates forcefully to get inflation down. In that context, increases in government spending — particularly if they were faster than the potential growth of the economy — could row in the opposite direction to bringing inflation down. My comments then were very much in that spirit.

Now we are in a different situation. I think we are back to a more regular situation where the central bank governor doesn't comment on fiscal policy. We are no longer trying to get inflation down. Government spending is not pushing against us getting inflation down. We have brought it down.

régulièrement de tels commentaires. Oui, nous pouvons vous diriger vers les informations dont nous disposons.

La sénatrice Ringuette : D'accord.

Mme Rogers : J'ai mentionné plus tôt que nous avons augmenté nos activités régionales. Lorsque j'ai prononcé mon discours sur la productivité, c'était dans le Canada atlantique. C'était à Halifax. J'y ai passé deux jours à rencontrer des entreprises, des groupes communautaires, des universités et des communautés autochtones de la région. Nous demandons aux membres de notre conseil de direction de partager les informations recueillies ainsi avec leurs collègues du conseil. Tout cela alimente notre compréhension de l'économie. Il y a une solide chaîne de communication.

La présidente : Merci de votre réponse.

M. Macklem : Le pays est vaste. C'est une chose merveilleuse. Il est important de comprendre ce qui se passe dans les nombreuses régions de notre vaste pays.

La présidente : Je vous remercie. J'ai quelques questions à poser avant de passer au deuxième tour. Le gouvernement nous a dit qu'il avait l'intention d'accroître son pouvoir de contracter des emprunts. Il y a de nouveaux programmes de dépenses et on constate que les politiciens prévoient encore plus de dépenses au cours des prochaines années. Vous avez déclaré par le passé que les dépenses publiques allaient souvent à l'encontre des efforts déployés par la banque centrale pour réduire l'inflation. Je crois que vous avez dit : « Il serait utile que la politique monétaire et la politique budgétaire aillent dans le même sens ». Êtes-vous plus proche de cet objectif ou non?

M. Macklem : Je dirais que sur le front de la politique monétaire, nous avons fait beaucoup de progrès. Nous sommes revenus à un taux d'inflation de 2 %. Nous n'essayons plus de faire baisser l'inflation. Nous essayons de la maintenir à son niveau actuel. Il y a une offre excédentaire dans l'économie et le marché du travail est fragile. Nous sommes dans une situation tout à fait différente. Ces commentaires ont été faits lorsque l'économie était en surchauffe et que nous avions augmenté les taux avec vigueur pour faire baisser l'inflation. Dans un tel contexte, l'augmentation des dépenses publiques, en particulier si elle est plus rapide que la croissance potentielle de l'économie, peut faire obstacle à une baisse de l'inflation. Mes commentaires de l'époque s'inscrivaient tout à fait dans cette vision.

Nous sommes maintenant dans une situation différente. Je pense que nous sommes revenus à une situation plus normale où le gouverneur de la banque centrale ne commente pas la politique fiscale. Nous n'essayons plus de réduire l'inflation. Les dépenses publiques ne nous empêchent pas de réduire l'inflation. Nous l'avons fait baisser.

The Chair: My second question is a more current comment. You said that during the pandemic, for most credit products, the share of those borrowers missing payments reached historic lows. We are now seeing a larger share of these borrowers lagging behind on credit card and auto loan payments. This is concerning. Is that changing, or is that where we are at?

Ms. Rogers: We are still seeing a slight uptick. I'm just going to return to Senator Yussuff's question earlier. There has been a lot of focus on mortgage holders. They are directly affected by interest rate changes. Where we have actually seen more financial stress is with renters. The credit products that we look at there are more in terms of loans and credit cards. We have seen arrears and late payments ticking up more sharply there than we have seen in mortgage arrears. In mortgages, we are still below our historic level. We are still seeing very low arrears in mortgage payments.

The Chair: It will take longer for lower rates to have a positive impact on a renter than it does on a mortgage holder.

Ms. Rogers: Yes, although we have seen early indications in certain markets that rents are starting to turn over a bit. We are watching that closely.

The Chair: Thank you. We'll go to the second round.

Senator Loffreda: Governor, we have two main concerns in Canada, and we often discuss the lack of competition and the low productivity. I'll talk about the low productivity and continue on that note. I agree with the way you put it. We hit home runs, but our batting average is too low, and you need a bit of both to win.

You mentioned we invest less in manufacturing and equipment. We invest less in R&D. I have often said we are great at putting money into R&D, but we can't monetize it. And we're less innovative.

I'd like to question you on the "why." Without a "why," the purpose fades and progress stalls, so we need a "why."

The Parliamentary Budget Officer, or PBO, observed during one of our committee meetings that he noted a productivity growth issue linked to small business tax incentives. The data suggests some businesses avoid growing beyond a certain threshold to continue benefiting from small business tax rates.

La présidente : Ma deuxième question porte plus sur la situation actuelle. Vous avez dit que pendant la pandémie, pour la plupart des produits de crédit, la part des emprunteurs en retard de paiement avait atteint des niveaux historiquement bas. Nous constatons aujourd'hui qu'une part plus importante de ces emprunteurs est en retard dans le remboursement des cartes de crédit et des prêts automobiles. C'est inquiétant. La situation évolue-t-elle ou est-ce la nouvelle normalité?

Mme Rogers : Nous constatons toujours une légère augmentation. Je reviens à la question posée par le sénateur Yussuff tout à l'heure. Les détenteurs de prêts hypothécaires ont fait l'objet de beaucoup d'attention. Ils sont directement affectés par les changements de taux d'intérêt. En réalité, ce sont les locataires qui sont les plus touchés par des difficultés financières. Les produits touchés dans ce cas sont davantage des prêts et des cartes de crédit. Nous avons constaté que ces arriérés et ces retards de paiement augmentaient plus rapidement que les prêts hypothécaires en souffrance. De ce côté, nous sommes toujours en dessous de notre niveau habituel. Le nombre de prêts hypothécaires en souffrance reste très faible.

La présidente : Il faudra plus de temps pour que la baisse des taux ait un effet positif sur un locataire que sur un détenteur de prêt hypothécaire.

Mme Rogers : Oui, bien que nous ayons constaté sur certains marchés des signes précurseurs d'un léger retournement de la tendance des loyers. Nous surveillons cela de près.

La présidente : Je vous remercie. Nous passons à la deuxième série de questions.

Le sénateur Loffreda : Monsieur le gouverneur, il y a deux préoccupations principales pour le Canada, et nous discutons souvent du manque de concurrence et de la faible productivité. Je vais parler de la faible productivité. Je suis d'accord avec la façon dont vous avez présenté les choses. Nous frappons des coups de circuit, mais notre moyenne au bâton est trop basse, et il faut un peu des deux pour gagner.

Vous avez mentionné que nous investissons moins dans la fabrication et l'équipement. Nous investissons moins dans la recherche et le développement. J'ai souvent dit que nous étions très doués pour investir dans la recherche et le développement, mais que nous n'étions pas capables de monétiser les résultats. Et nous sommes moins innovateurs.

J'aimerais vous interroger sur le « pourquoi ». Sans « pourquoi », l'objectif s'estompe et les progrès s'arrêtent, alors il faut connaître le « pourquoi ».

Le directeur parlementaire du budget, ou DPB, a fait remarquer lors d'une réunion de notre comité qu'il avait constaté un problème de croissance de la productivité lié aux incitatifs fiscaux pour les petites entreprises. Les données suggèrent que certaines entreprises évitent de croître au-delà d'un certain seuil

There is a concentration on top, and it is not distributed. There is a sharp deviation in the expected distribution patterns, and I will not go into it.

Has the Bank of Canada observed similar evidence on how small business tax rates might impact productivity? According to your research, which policies are most effective in enhancing Canada's productivity?

Mr. Macklem: In my role as Governor of the Bank of Canada, I'm careful about what I say about tax policy. We run monetary policy, not tax policy.

I have seen these studies. To return to your question, the questions about why we have less investment and less innovation are very difficult.

There are some things you can see. Before I was the governor, I was the dean of the business school at the Rotman School of Management at the University of Toronto, and I was interacting a lot with the innovation sector in Canada. What you could see was that in the last 15 years, our innovation ecosystem at the start-up phase has been much stronger. You are getting more start-ups and more innovation.

Where we are having trouble is now scaling those companies to be globally successful companies. Increasingly, business is so much about scale now. The network effects of scale are large. Why is the U.S. the global productivity leader? Well, it probably has something to do with their having the global champions. The magnificent seven are getting huge scale economies.

I'm not going to weigh in on tax policy, but I think if you want to get scale, you need to look at your levers to use them to encourage scaling.

Senator Gignac: According to many experts, with this multipolar regime, the world economy will experience more supply shocks.

You have already mentioned that monetary policy is not the best tool to deal with a supply shock. Would you agree that macroprudential measures would be a much more interesting and effective tool than monetary policy?

Mr. Macklem: It is going to depend a lot on the kind of supply shock. With the kind of supply shock that we had during COVID where global supply chains were all gummed up, I'm

pour continuer à bénéficier des taux d'imposition des petites entreprises. Il y a une concentration au sommet, mais pas une bonne répartition. Il y a un écart important par rapport aux modèles de répartition attendus, mais je ne m'y attarderai pas.

La Banque du Canada a-t-elle observé des effets similaires sur la manière dont les taux d'imposition des petites entreprises pourraient influer sur la productivité? D'après vos recherches, quelles sont les politiques les plus efficaces pour améliorer la productivité du Canada?

M. Macklem : En tant que gouverneur de la Banque du Canada, je fais attention à ce que je dis au sujet de la politique fiscale. Nous gérons la politique monétaire, pas la politique fiscale.

J'ai vu ces études. Pour revenir à votre question, il est très difficile de savoir pourquoi nous avons moins d'investissements et moins d'innovation.

Il y a des choses que l'on peut voir. Avant d'être gouverneur, j'étais doyen de l'école de commerce de la Rotman School of Management de l'université de Toronto, et j'ai beaucoup travaillé avec le secteur de l'innovation au Canada. Ce que l'on peut constater, c'est qu'au cours des 15 dernières années, notre écosystème d'innovation pour la phase de démarrage s'est beaucoup renforcé. Il y a plus d'entreprises en démarrage et plus d'innovation.

Là où nous avons des difficultés, c'est pour faire évoluer ces entreprises afin qu'elles deviennent des entreprises prospères à l'échelle mondiale. De plus en plus, les affaires sont une question de taille. Les effets d'un écosystème d'entreprises de grande taille sont importants. Pourquoi les États-Unis sont-ils le chef de file mondial en matière de productivité? Et bien, cela a probablement quelque chose à voir avec le fait que les champions mondiaux y sont installés. Les sept entreprises les plus influentes réalisent d'énormes économies d'échelle.

Je ne vais pas me prononcer sur la politique fiscale, mais je pense que si vous voulez obtenir des économies d'échelle, vous devez examiner vos leviers et les utiliser afin d'encourager l'expansion.

Le sénateur Gignac : Selon de nombreux experts, avec le régime multipolaire, l'économie mondiale connaîtra davantage de chocs liés à l'offre.

Vous avez déjà mentionné que la politique monétaire n'est pas le meilleur outil pour faire face à un tel choc. Seriez-vous d'accord pour dire que les mesures macroprudentielles seraient un outil beaucoup plus intéressant et efficace que la politique monétaire?

M. Macklem : Cela va beaucoup dépendre du type de choc lié à l'offre. Je ne suis pas sûr que la politique macroprudentielle puisse être d'une grande aide avec le type de choc que nous

not sure that macroprudential policy could help you too much with that.

It is not so much that monetary policy isn't the right tool for supply shocks. It is more that supply shocks are just harder for everybody to deal with than demand shocks. Whether it is fiscal policy or monetary policy, if you get a negative demand shock — demand is low and inflation is low — when you put monetary stimulus in, or possibly fiscal stimulus, that brings demand up and keeps inflation stable.

The problem with supply shock is you have GDP going down and inflation going up. We have one instrument. We can't get them both in the same direction.

There may be some scope for fiscal policy. If fiscal policy can identify the problem and there is a targeted instrument that can address the problem in a more surgical way, then there is potential use for fiscal policy.

Senator Gignac: They have some cases of real estate bubble or stock market bubble where macroprudential measures are much more effective.

Mr. Macklem: We have been using macroprudential policies in this country.

Ms. Rogers: Financial stability rather than monetary policy tends to be where we think of macroprudential tools.

Senator Gignac: Here is my follow-up question: We are parliamentarians, and we want more transparency. In Canada, we have the Senior Advisory Committee, and when I worked with you, you invited me to attend, so thank you for that. For my colleagues, it is a forum for the financial sector that includes financial stability and systemic vulnerabilities. It is led by the Deputy Minister of Finance.

In the U.K., it is completely different. The Bank of England leads that, and their debate is public. That helps us as independent senators to figure out what the best thing to do is. In Canada, it is obscure. It is not disclosed and so on.

Would you agree that this kind of governance could be improved if it is led by the Bank of Canada?

Mr. Macklem: Well, the Bank of Canada and the Bank of England have some important differences in their responsibilities. The Bank of Canada does monetary policy, but it does not do prudential oversight or prudential regulation. That is the job of the Office of the Superintendent of Financial Institutions, or OSFI, in Canada.

avons connu pendant la COVID, où les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient toutes engorgées.

Ce n'est pas tant que la politique monétaire ne soit pas le bon outil pour les chocs liés à l'offre. C'est plutôt que ces chocs sont plus difficiles à gérer pour tout le monde que les chocs liés à la demande. Qu'il s'agisse de politique budgétaire ou de politique monétaire, en cas de choc négatif de la demande, avec une demande faible et une inflation faible, les mesures de relance monétaire, ou éventuellement budgétaire, font remonter la demande et maintiennent l'inflation à un niveau stable.

Le problème d'un choc lié à l'offre est que le PIB diminue et que l'inflation augmente. Nous ne disposons que d'un seul instrument. Nous ne pouvons pas faire en sorte que les deux aillent dans le même sens.

La politique fiscale peut jouer un rôle. Si on cerne le problème et qu'il existe une mesure ciblée qui peut s'y attaquer de manière plus précise, alors la politique fiscale peut être utilisée.

Le sénateur Gignac : Il y a certains cas de bulles immobilières ou boursières où les mesures macroprudentielles sont beaucoup plus efficaces.

M. Macklem : Le Canada utilise des politiques macroprudentielles.

Mme Rogers : Les outils macroprudentiels sont plutôt une question de stabilité financière que de politique monétaire.

Le sénateur Gignac : Voici ma question complémentaire : nous sommes des parlementaires et nous voulons plus de transparence. Au Canada, il y a le Comité consultatif supérieur, et lorsque je travaillais avec vous, vous m'avez invité à y participer, et je vous en remercie. Ce forum s'adresse au secteur financier et porte sur la stabilité financière et les vulnérabilités systémiques. Il est dirigé par le sous-ministre des finances.

Au Royaume-Uni, c'est complètement différent. C'est la Banque d'Angleterre qui mène la danse, et les discussions sont publiques. Une telle approche nous aiderait, en tant que sénateurs indépendants, à déterminer la meilleure voie à suivre. Au Canada, la situation est obscure. Les discussions ne sont pas rendues publiques.

Seriez-vous d'accord pour dire que ce type de gouvernance pourrait être meilleur s'il était dirigé par la Banque du Canada?

M. Macklem : Les responsabilités de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre sont très différentes. La Banque du Canada s'occupe de la politique monétaire, mais pas de la surveillance ou de la réglementation prudentielle. C'est le travail du Bureau du surintendant des institutions financières, le BSIF, au Canada.

In England, the Bank of England has both. It's as if OSFI were within the Bank of Canada.

I think that explains why the Bank of England does what it does, and the Bank of Canada does what it does.

With respect to the Bank of Canada, our focus is on the financial vulnerabilities of financial risk that could have systemic consequences. We are transparent about that analysis. Once a year, we publish our *Financial Stability Report*. We have a financial stability hub, and when we have new reports, we put them out on the hub.

With respect to the Senior Advisory Committee, I participate in that. It is chaired by the Deputy Minister of Finance. I think that is something you are going to have to raise with the Department of Finance.

Senator Varone: COVID changed our lives in many ways. I remember having to do conference calls daily in business. Now I can't remember the last time I did a conference call because everything is on Zoom.

But one of the things it also introduced to us was remote working. There is a raging debate in industry right now as to the productivity levels when working in person versus working remotely, and now even trade unions are starting to strike with respect to trying to secure the right to work remotely.

Is it something worth studying? Has the Bank of Canada looked at that from the lens of productivity?

Mr. Macklem: Is it worth studying? Yes, I think it is worth studying. Is it something the Bank of Canada has looked at? No, it is not something we have looked at. It's one of these things that everyone seems to have a strong opinion on, but nobody seems to have a lot of evidence.

My anecdotal observation from talking to different industries is it probably depends on your business. For some companies, the remote possibilities mean they can get talent from all over the world, and they can get it to work. For other companies, the value of being together in person is more important. I'm not sure there is a one-size-fits-all.

There are a growing number of studies at the firm level that are looking at these things. I have seen some of the studies. Some things are very measurable, such as coding. You can

En Angleterre, la Banque d'Angleterre s'occupe des deux. C'est comme si le BSIF faisait partie de la Banque du Canada.

Je pense que cela explique pourquoi la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada fonctionnent comme elles le font.

En ce qui concerne la Banque du Canada, nous nous concentrons sur les vulnérabilités financières du risque financier qui pourraient avoir des conséquences systémiques. Cette analyse est transparente. Une fois par an, nous publions notre *Rapport sur la stabilité financière*. Nous avons une plateforme sur la stabilité financière, et lorsque nous avons de nouveaux rapports, nous les mettons en ligne sur cette plateforme.

En ce qui concerne le Comité consultatif supérieur, j'y participe. Il est présidé par le sous-ministre des finances. Je pense que c'est une question que vous devrez poser au ministère des Finances.

Le sénateur Varone : La COVID a changé nos vies à bien des égards. Je me souviens d'avoir dû organiser des conférences téléphoniques tous les jours dans le cadre de mon travail. Aujourd'hui, je ne me souviens plus de la dernière fois où j'ai organisé une conférence téléphonique, car tout se passe sur Zoom.

Mais l'une des choses que la pandémie nous a également fait découvrir est le travail à distance. Le débat fait rage en ce moment sur la différence de productivité entre le travail en personne et le travail à distance, et maintenant les syndicats commencent même à faire grève pour essayer de garantir le droit de travailler à distance.

Vaut-il la peine d'étudier cette question? La Banque du Canada l'a-t-elle examinée sous l'angle de la productivité?

M. Macklem : Vaut-il la peine d'étudier cette question? Oui, je pense que cela vaut la peine de l'étudier. La Banque du Canada s'est-elle penchée sur cette question? Non, ce n'est pas quelque chose que nous avons étudié. C'est l'une de ces choses sur lesquelles tout le monde semble avoir une opinion bien arrêtée, mais personne ne semble détenir beaucoup de données probantes.

Mon observation anecdote à partir de discussions avec différents secteurs est que cela dépend probablement de l'entreprise. Pour certaines entreprises, les possibilités de travail à distance signifient qu'elles peuvent faire appel à des talents du monde entier et ça fonctionne. Pour d'autres, la valeur de la présence en personne est plus importante. Je ne suis pas sûr qu'il existe une règle universelle.

Un nombre croissant d'études au niveau des entreprises se penchent sur ces questions. J'en ai vu certaines. Des choses sont très mesurables, comme le codage. On peut mesurer le nombre

measure the number of lines of code. When they study whether coders are more productive when they are working from home or when they go to the office, they find they tend to be more productive when they go to the office.

That is one kind of task in one kind of business.

It's worth studying. Every business is grappling with this.

We are grappling with this in our own business. Our solution has been to offer our employees more flexibility post-COVID than they had before COVID. We think there's some value to that. At the same time, there are some activities that are definitely done better in person, so we've given direction.

For those things that really need to be done or are better done in person, they should be done in person; you should come to work to do them.

The Chair: This is a follow-up round, so I will ask senators to stay focused and short; that would be great.

Senator Massicotte: Just to provide this to colleagues, in *The Economist*, there's a very good article — never as good as the governor — on productivity from two weeks ago. It made reference to Canada.

When we make-believe that we are sitting in your situation regarding what to do with the decrease, I always ask myself this: Are you better off having two one-quarter corrections, or one half of 1%? It is the same quantum. Is there an impact or a psychology toward the gap in the augmentation of the interest rate?

Mr. Macklem: There are probably some psychological impacts, but I have to say that we're not psychologists. It's very hard to predict what the psychological impacts are.

For us, it's a bit more straight up. Why did we cut 50 and not 25? We could have cut 25. I think the reason to do 50 was that inflation came down a little faster than we expected. Part of that was clearly global oil prices, which are volatile, so you have to be careful putting that one in the bank. Also, as Ms. Rogers mentioned, you are starting to see rents come off, and shelter price inflation is rolling over, so the upward pressure is coming off a bit. For a number of goods — footwear, shoes and cars — you're seeing outright price declines.

de lignes de code. La recherche a montré que les codeurs sont plus productifs lorsqu'ils se rendent au bureau que lorsqu'ils travaillent depuis leur domicile.

C'est là un type de tâche dans un type d'entreprise.

Cela vaut la peine d'étudier la question. Toutes les entreprises sont aux prises avec ce problème.

Nous sommes face à la même situation dans notre propre domaine. Notre solution a été d'offrir à nos employés après la COVID une plus grande souplesse que ce qu'ils avaient avant. Nous pensons qu'il en ressort quelque chose. En même temps, certaines activités se font certainement mieux en personne, et nous avons donc donné des directives.

Pour ces choses qui doivent vraiment être accomplies en personne ou qui sont mieux accomplies en personne, il faudrait que ce soit fait sur place, que la personne se présente pour faire le travail.

La présidente : C'est un tour complémentaire, et je vais donc demander aux sénateurs de rester concentrés et brefs. Ce serait formidable.

Le sénateur Massicotte : Pour la gouverne de mes collègues, il y a deux semaines, *The Economist* a publié un très bon article — jamais aussi bon que le gouverneur — sur la productivité. On mentionne le Canada.

Lorsque nous prétendons être dans votre situation et que nous devons décider quoi faire face à la diminution de la productivité, je me pose toujours la question suivante : est-il mieux d'avoir deux corrections d'un quart de point de pourcentage ou une correction d'un demi-point de pourcentage? C'est la même proportion. Y a-t-il une incidence ou un effet psychologique attribuable à l'écart dans l'augmentation du taux d'intérêt?

M. Macklem : Il y a probablement des répercussions psychologiques, mais je dois dire que nous ne sommes pas psychologues. Il est très difficile de prédire les répercussions psychologiques.

Pour nous, c'est un peu plus direct. Pourquoi avoir opté pour une baisse d'un demi-point plutôt qu'une baisse d'un quart de point? Nous aurions pu diminuer le taux d'un quart de point. Je pense que la raison pour laquelle nous avons opté pour un demi-point, c'est que l'inflation a diminué un peu plus rapidement que ce à quoi nous nous attendions. C'était manifestement attribuable en partie aux prix mondiaux du pétrole, qui sont volatils. Il faut donc être prudent au moment d'en tenir compte. De plus, comme Mme Rogers l'a dit, on commence à voir une accalmie pour

To return to core inflation, the underlying trend in inflation has come down, and the economy is growing. It's soft, and for the second half, it looks like growth will be slower than the first half. You put those things together and look at the labour market indicators, inflation indicators and output indicators, which all suggested a bigger step was appropriate.

It probably has some psychological impact, and that's probably helpful. It gets more attention. People see interest rates are coming down, so maybe that's a bit of a confidence builder. That would be a bit of a bonus.

Senator Massicotte: Thank you.

Senator Marshall: I have a question similar to Senator Massicotte's question. The bank has been through a rocky period, as has Canada. When you were here a couple years ago, I asked you about the credibility of the bank. What is your sense of it now? Do you think people see the bank as more credible than they did, say, two years ago? Can you just respond to that? It's probably an unfair question, but my sense of it is, yes, there's more credibility now with the bank than there was. What is your sense of it?

Mr. Macklem: Periodically, we do some polling, so I would say two things: Public awareness of the Bank of Canada is higher, and I think that just reflects the fact that it's been a very tough few years for Canadians. The Bank of Canada has taken some extraordinary actions, lowering rates to emergency lows and then increasing them at the fastest pace we've ever increased them.

Inflation has had a big impact on Canadians' lives. Interest rates have had a big impact on Canadians' lives. Awareness of the bank is higher.

In terms of our trust levels, they did dip for a while. We're now seeing that they're coming back.

Senator Marshall: On a positive note, there is a lot of good information on your website. I know that some of the information that you relayed to us tonight, like the information on the renters, is very well put out on your website. I'd like to end my questions on that positive note.

ce qui est des loyers et un adoucissement de l'inflation du coût du logement, ce qui signifie que les pressions exercées sont un peu moins fortes. Pour un certain nombre de biens, comme les chaussures, les souliers et les voitures, on observe carrément une diminution des prix.

Pour revenir à l'inflation de base, la tendance sous-jacente s'est tempérée, et l'économie est en croissance. C'est au ralenti, et pour le deuxième semestre, on dirait que la croissance sera plus faible qu'au premier. On met ces choses ensemble et on observe les indicateurs du marché du travail, les indicateurs de l'inflation et les indicateurs de rendement, et tout cela laissait entendre qu'une intervention plus forte était appropriée.

Il y a probablement un effet psychologique, et c'est probablement utile. Cela retient plus l'attention. Les gens voient que les taux d'intérêt diminuent, et c'est donc peut-être bon pour renforcer la confiance. Ce serait un gros plus.

Le sénateur Massicotte : Merci.

La sénatrice Marshall : J'ai une question semblable à celle du sénateur Massicotte. La banque a traversé une période mouvementée, tout comme le Canada. Lorsque vous avez comparu il y a deux ou trois ans, je vous ai posé une question sur la crédibilité de la banque. Qu'en pensez-vous en ce moment? Pensez-vous que les gens estiment qu'elle est plus crédible qu'il y a, disons, deux ans? Pouvez-vous me donner une réponse? Il n'est peut-être pas raisonnable de poser la question, mais j'ai l'impression que les gens font maintenant plus confiance à la banque. Qu'en pensez-vous?

M. Macklem : De façon périodique, nous faisons des sondages, et je dirais donc deux choses : la Banque du Canada est mieux connue du public, et je pense que cela rend tout simplement compte du fait que les dernières années ont été très difficiles pour les Canadiens. La Banque du Canada a pris des mesures extraordinaires en réduisant les taux à des niveaux d'urgence puis en les augmentant à un rythme jamais vu auparavant.

L'inflation a eu d'énormes répercussions sur la vie des Canadiens tout comme les taux d'intérêt. Les gens sont plus conscients du rôle de la banque.

Pour ce qui est de la confiance à notre égard, elle s'est effectivement érodée pendant un moment. Nous voyons maintenant qu'elle s'améliore.

La sénatrice Marshall : Sur une note positive, votre site Web contient beaucoup de bons renseignements. Je sais qu'une partie de l'information que vous nous avez présentée ce soir, comme l'information sur les locataires, est très bien exposée sur votre site Web. Je voulais terminer mes questions sur une note positive.

Mr. Macklem: I would underline it this way: The way we see it is that we need to earn Canadians' trust every day. The fact that we have gotten inflation down without causing large-scale job losses or a recession has certainly improved our credibility. But we have to stick the landing.

The Chair: I want to follow up a bit, because this is a question we hope to come to. As you know, we're doing a study here at the Senate Banking Committee on the mandate of the Bank of Canada. You're engaged in your own review. The time has come; I think you'll start in the new year.

To the point about what you have been through and what you have learned from that process, are there structural changes or new questions that you're looking at as a result of what we've all been through, including you on the front lines?

Mr. Macklem: That's a big question.

We have learned a number of lessons. I've talked about them in some speeches, and I wrote a chapter on the topic for a book. We're also conducting a thorough review of our COVID response, looking at the three key elements: the extraordinary liquidity facilities we put in place to restore market functioning, the use of quantitative easing and then quantitative tightening, and the use of exceptional forward guidance. Many working papers and research studies have come out from that, with some more to come. We have engaged an outside panel of experts. They are three individuals — a former central bank governor, an American academic and a Canadian academic — who are deeply steeped in these issues to review our review. The purpose is to get an independent assessment and to see if we asked the right questions. Are our conclusions credible? Are there other questions we should be investigating? Are they convinced by our conclusions?

Our study, together with their report, will come out some time early next year. They have the report now and are in the process of reviewing it.

I don't have total control over when it gets done, because it's in their hands, but I do expect it will come out early next year. We'd be happy to talk to the committee at that time.

I could reflect upon some of the lessons learned, but maybe we just want to leave it until we have the full report.

The Chair: It has come up, even in the question I asked earlier in terms of your relationship — the tough times. What provoked you to make your remarks about government spending was the timing and the event. Regarding that relationship

M. Macklem : Je soulignerais une chose à ce sujet, à savoir que nous estimons que nous devons gagner la confiance des Canadiens tous les jours. Le fait que nous ayons réduit l'inflation sans causer de pertes d'emplois à grande échelle ou une récession a certainement amélioré notre crédibilité, mais nous devons réussir l'atterrissement.

La présidente : Je veux poursuivre un peu dans la même veine, car nous espérons en arriver à cette question. Comme vous le savez, le Comité sénatorial des banques fait une étude sur le mandat de la Banque du Canada. Vous faites votre propre examen. C'est le temps de passer à l'action; je pense que vous allez commencer l'année prochaine.

Vous avez parlé de ce que vous avez traversé et de ce que vous avez appris du processus. Envisagez-vous des changements structuraux ou de nouvelles questions compte tenu de ce que nous avons tous traversé, y compris vous sur la ligne de front?

Mr. Macklem : C'est une grande question.

Nous avons tiré un certain nombre de leçons. J'en ai parlé dans des discours, et j'ai écrit un chapitre là-dessus pour un livre. Nous effectuons également un examen approfondi de notre réponse à la COVID, en nous penchant sur les trois éléments clés : les mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités que nous avons mis en place pour rétablir le fonctionnement du marché; le recours à un assouplissement quantitatif puis à un resserrement quantitatif; et l'utilisation d'indications prospectives exceptionnelles. Un grand nombre de documents de travail et d'études portent là-dessus, et il y en aura quelques autres. Nous avons embauché trois experts externes : un ancien gouverneur de banque centrale, un universitaire américain et un universitaire canadien. Ils sont versés dans ces questions et ils se pencheront sur notre examen. L'objectif est d'obtenir une évaluation indépendante et de voir si nous avons posé les bonnes questions. Nos conclusions sont-elles crédibles? Devrions-nous examiner d'autres questions? Sont-ils d'avis que nos conclusions sont convaincantes?

Notre étude, de pair avec leur rapport, sera publiée au début de la prochaine année. Ils ont maintenant le rapport et ils sont en train de l'examiner.

Je n'ai pas le plein contrôle quant au moment où ce sera publié, car cela dépend d'eux, mais je m'attends à ce que ce soit au début de l'année prochaine. Nous serons heureux de discuter avec le comité à ce moment-là.

Je pourrais vous faire part de mes réflexions sur les leçons apprises, mais vous voudrez peut-être attendre d'avoir le rapport complet.

La présidente : Nous avons parlé des temps difficiles, même dans la question que j'ai posée plus tôt à propos de votre relation. C'est le moment et la situation qui vous ont amené à faire vos observations sur les dépenses gouvernementales. Cette

between fiscal and monetary — you and the government — is that part of the review that you're also looking at?

Mr. Macklem: We're looking at our actions as opposed to the government's actions. We've largely taken the government's actions as this: Given this is what they did, what would be the best thing for us to do?

The Chair: Do you have any comment at all on the dual mandate issue that has come up in other countries?

Mr. Macklem: No. We took our mandate as given. Our job is to control inflation and keep it close to the middle of the 1% to 3% band. We took our governance structure as given. We took our relationship with the government as given. Then we looked at the actions we took within our framework, as I said, to restore market functioning, the use of quantitative easing and the use of exceptional forward guidance.

The Chair: We'll definitely have you back on those.

Mr. Macklem: Those are questions, but when you're reviewing your COVID response, it's not the time to review your governance. It's about focusing on the actions we took in the structure in which we operate.

Senator C. Deacon: Thank you, governor and senior deputy governor, for being here with us.

“Stability” is a word that we've heard a lot in today's discussion, and we hear it a lot about its importance to business investment and growth. However, in an ever-changing world, stability can become stagnation if you're not careful. You were very specific about the need for changes with regard to interprovincial trade barriers. There's unanimity on that issue everywhere except in premiers' offices. That's a place where stability hasn't helped Canada. We've been very stable with our interprovincial trade barriers. Can you help us unpack the word “stability,” because in an ever-changing world, we have to be changing how we run our country? So when that word gets used, I struggle because we need to be seen, I think, as responsive to the world as it changes. For me, the word “stability,” as it's often used, is often counterproductive to that. Could you help us there?

relation entre les mesures fiscales et les mesures monétaires — vous et le gouvernement — fait-elle également partie de votre examen?

M. Macklem : Nous examinons nos mesures par rapport à celles du gouvernement. Nous avons largement abordé les mesures gouvernementales en nous posant la question suivante : puisque c'est ce que le gouvernement a fait, quelle est la meilleure chose que nous pouvons faire?

La présidente : Avez-vous le moindre commentaire sur la question du double mandat qui a été soulevée dans d'autres pays?

M. Macklem : Non. Nous avons pris le mandat que nous avons reçu. Notre travail consiste à maîtriser l'inflation et à la maintenir entre 1 et 3 %. Nous avons utilisé la structure de gouvernance qu'on nous a donnée. Nous avons fait de même pour ce qui est de notre relation avec le gouvernement. Nous avons ensuite examiné les mesures que nous avons prises conformément à notre cadre d'action, comme je l'ai dit, pour rétablir le fonctionnement du marché : l'assouplissement quantitatif et des indications prospectives exceptionnelles.

La présidente : Nous allons certainement vous faire revenir pour en discuter.

M. Macklem : Ce sont des questions à aborder, mais lorsqu'on examine sa réponse à la COVID, ce n'est pas le moment d'examiner son mécanisme de gouvernance. Il faut mettre l'accent sur les mesures que nous avons prises dans le cadre de notre structure de fonctionnement.

Le sénateur C. Deacon : Monsieur le gouverneur, madame la première sous-gouverneure, je vous remercie de votre présence.

« Stabilité » est un mot que nous avons beaucoup entendu dans la discussion d'aujourd'hui, et nous entendons beaucoup parler de l'importance qu'elle a pour les investissements des entreprises et leur croissance. Toutefois, dans un monde qui change constamment, la stabilité peut se transformer en stagnation si l'on n'est pas prudent. Vous avez été très clair sur la nécessité de changer la situation en ce qui concerne les obstacles au commerce interprovincial. Cette question fait l'unanimité partout, sauf dans les bureaux des premiers ministres. Voilà une situation où la stabilité n'a pas aidé le Canada. Nos obstacles au commerce interprovincial sont restés stables. Puisque dans un monde en perpétuelle évolution, nous devons changer la façon dont les choses se déroulent dans notre pays, pouvez-vous nous aider à décortiquer le mot « stabilité »? Lorsque ce mot est utilisé, cela me pose problème, car le Canada doit être perçu, à mon avis, comme un pays qui s'adapte au monde à mesure qu'il évolue. À mes yeux, le mot « stabilité », tel qu'il est souvent utilisé, va souvent à l'encontre de cet objectif. Pourriez-vous nous aider à ce sujet?

Mr. Macklem: When we're using the word "stability," we're not trying to stand in the way of change, but financial stability and price stability, in our view, are things that lay the foundation. If you can take away the uncertainty for businesses about big changes in their input costs, or if you can take away the uncertainty for a business about whether a bank is going to cut off their credit because the bank is having their own problems — if you can take away those uncertainties — that provides a more certain and more predictable environment for businesses to operate in.

Hopefully, if they don't have to worry about that, they can worry about changing their business model, worry about innovating and worry about R&D. We're not trying to stand in the way of change; we're trying to ensure that Canadian businesses don't have to worry about certain things so that they can worry about the things that would actually move us forward.

Senator C. Deacon: Thank you.

That's very important in the way the bank communicates, because there's a lot of leadership on the fiscal side that takes that term, and that term is used often by oligopolies to maintain the status quo. That is holding Canada back, in my opinion: maintaining the status quo in terms of our fiscal policies. Is that a fair observation from your standpoint? I'm pushing you up against that line.

Mr. Macklem: You are. I appreciate your feedback on the communication. I think it's important that we use words carefully and that we're clear. And, yes, competition is part of the issue, for sure.

The Chair: Thank you. Right up to the line.

Senator Ringuette: I have a short to-the-point question. A few months ago, through legislation, we added an additional deputy governor to the Bank of Canada. Has the additional deputy governor been hired? What is the impact?

Mr. Macklem: It's actually not through legislation. We don't need legislation. The Bank of Canada, with the approval of the board of directors of the Bank of Canada, can do that. We have added one external deputy governor already; he's been with us for about a year and a half. We've been very pleased with this innovation in our structure, so we have decided to add a second external deputy governor. You would have to quit this job, but the poster is up if you want to apply. You can't do both; there are rules against that. The recruitment process is open. We've hired a search firm; people are applying. We're in the process of recruiting a second external deputy governor.

M. Macklem : Lorsque nous utilisons le mot « stabilité », nous n'essayons pas d'empêcher le changement. La stabilité financière et la stabilité des prix sont, de notre point de vue, des éléments qui jettent les bases. Si l'on peut éliminer l'incertitude des entreprises quant à des changements importants dans le coût de leurs intrants, ou quant à la possibilité qu'une banque leur coupe le crédit parce qu'elle a ses propres problèmes — si l'on peut éliminer ces éléments d'incertitude —, on crée un environnement plus sûr et plus prévisible dans lequel les entreprises peuvent mener leurs activités.

Si elles n'ont pas à se soucier de ces questions, elles peuvent alors penser à modifier leur modèle d'affaires, à innover et à faire de la recherche et du développement. Nous n'essayons pas de faire obstacle au changement; nous essayons de faire en sorte que les entreprises canadiennes n'aient pas à s'inquiéter de certaines choses afin qu'elles puissent se préoccuper des choses qui nous feraient réellement progresser.

Le sénateur C. Deacon : Merci.

C'est très important dans la façon dont la banque communique, parce qu'il y a beaucoup de responsables de l'aspect budgétaire qui utilisent ce terme, et il est souvent utilisé par des oligopoles pour maintenir le statu quo. C'est ce qui empêche le Canada de progresser, à mon avis : maintenir le statu quo en ce qui concerne nos politiques budgétaires. S'agit-il d'une observation juste de votre point de vue? Je vous pousse à franchir cette ligne.

Mr. Macklem : En effet, c'est ce que vous faites. Je vous remercie de vos observations sur la communication. Je pense qu'il est important que nous utilisions les mots avec précaution et que nous soyons clairs. Et, oui, il est certain que la concurrence fait partie de la question.

La présidente : Merci. Vous avez terminé juste à temps.

La sénatrice Ringuette : J'ai une question courte et précise. Il y a quelques mois, nous avons ajouté, par voie législative, un poste de sous-gouverneur de la Banque du Canada. Est-ce que la personne a été embauchée? Quel en est l'effet?

M. Macklem : En fait, ce n'est pas par voie législative. Nous n'avons pas besoin de mesures législatives. La Banque du Canada, avec l'approbation de son conseil d'administration, peut le faire. Nous avons déjà ajouté un sous-gouverneur externe; il est avec nous depuis environ un an et demi. Nous avons été très satisfaits de cette nouveauté dans notre structure et nous avons donc décidé d'ajouter un deuxième sous-gouverneur externe. Il vous faudrait quitter votre poste actuel, mais si jamais vous souhaitez poser votre candidature, sachez que le processus de dotation a été lancé. Vous ne pouvez pas occuper les deux fonctions à la fois, car des règles l'interdisent. Le processus de recrutement est en cours. Nous avons fait appel à un cabinet de recrutement. Des gens postulent pour le poste. Nous sommes en train de recruter un deuxième sous-gouverneur externe.

Senator Ringuette: Are these fixed terms, or are they permanent?

Mr. Macklem: Yes, they are fixed terms. It's a two-year appointment, with the possibility of renewing it for either one extra year or two extra years. You want it to be long enough so that they get on board and are fully contributing, but you also want some turnover. One of the reasons to have these external deputy governors is to bring in fresh perspectives. If you get one and you keep them forever, you're not going to get a continual fresh perspective. With two, the idea is that their appointments will be staggered so that every year and a half or so, you'll have a new member of the governing council bringing a fresh perspective. That's part of the purpose.

Senator Yussuff: I have two points. I want to reflect a bit on one of the greatest crises we've seen in the country: the pandemic. There has been a lot of criticism of the bank and all the things that were done. I was in another place trying to figure out how we were going to keep the economy going. In reflection, despite the criticism, I don't think Canadians have an appreciation for the wisdom or the leadership that got us through that crisis.

From a personal perspective — representing three and a half or four million people — people's lives could have been completely different had we made the wrong decision. In retrospect, people tend to be a little bit complacent, but I want to say, without any hesitation — because I know the conversation was happening within government and at the bank level about what to do to keep this economy going — we got out of it. We were struggling with some other issues, but we weren't the only ones. We didn't predict the supply chain getting gummed up the way it did.

But in the context of high interest rates to try to get inflation back under control, it would be fair to suggest that the people who have done well despite the high interest rates haven't contributed as much to this economy. We've had this debate here, and we'll continue to have it: Some people took advantage of the fact that we didn't control what some chains in the supply were doing and how they were managing it.

In retrospect, regarding your ability to communicate to ordinary Canadians — because the bank tends to sometimes speak to itself in that cadre of people who are cheerleaders or critics of you — they don't benefit from the fact that, ultimately, what you're trying to do is give them stability in their lives. Ordinary people who live on a fixed income don't have the luxury of waking up in the morning and flying off somewhere else to figure out whether life is better. As the bank struggles with how to learn from its experiences, I think it will be very

La sénatrice Ringuette : S'agit-il de postes dotés pour une période déterminée ou de postes permanents?

M. Macklem : Oui. Ce sont des postes dotés pour une période déterminée. On parle d'une nomination pour une période de deux ans avec possibilité de renouvellement pour une année ou deux années supplémentaires. Il faut que le mandat soit suffisamment long afin que la personne puisse s'intégrer et pleinement contribuer, mais il faut aussi qu'il y ait un certain roulement. L'une des raisons pour lesquelles nous avons des sous-gouverneurs externes, c'est pour qu'ils apportent de nouvelles perspectives. Si l'on en recrute un et qu'on le garde indéfiniment, on ne pourra pas profiter de nouvelles perspectives de façon continue. Avec deux, l'idée est d'échelonner les nominations de manière à ce que tous les ans et demi environ, un nouveau membre du conseil de direction apporte un nouveau point de vue. C'est l'un des objectifs.

Le sénateur Yussuff : J'ai deux points à soulever. Je voudrais parler un peu de l'une des plus grandes crises que notre pays ait connues : la pandémie. On a beaucoup critiqué la banque et tout ce qui a été fait. J'étais ailleurs et j'essayais de comprendre comment nous allions continuer à faire rouler l'économie. À bien y penser, malgré les critiques, je ne pense pas que les Canadiens se rendent compte de la sagesse ou du leadership qui nous a permis de traverser cette crise.

À mon avis — je représente trois millions et demi ou quatre millions de personnes —, la vie des gens aurait pu être complètement différente si nous avions pris la mauvaise décision. A posteriori, les gens ont tendance à être un peu complaisants, mais je tiens à dire, sans aucune hésitation — parce que je sais qu'il y avait des discussions au sein du gouvernement et de la banque sur ce qu'il fallait faire pour faire tourner l'économie —, que nous nous en sommes sortis. Nous étions confrontés à d'autres problèmes, mais nous n'étions pas les seuls. Nous n'avions pas prévu de telles perturbations dans la chaîne d'approvisionnement.

Or, dans le contexte de la hausse des taux d'intérêt visant à maîtriser l'inflation, il serait juste de dire que les personnes qui s'en sont bien tirées malgré les taux d'intérêt élevés n'ont pas autant contribué à l'économie. Nous en avons débattu ici et nous continuerons à le faire : des gens ont profité du fait que nous n'avions aucun contrôle sur ce que certaines chaînes faisaient et la façon dont elles géraient les choses.

Avec le recul, en ce qui concerne votre capacité à communiquer avec les Canadiens ordinaires — parce que la banque a parfois tendance à se parler à elle-même dans ce cercle de personnes qui vous applaudissent ou vous critiquent —, ils ne savent pas que, en fin de compte, ce que vous essayez de faire, c'est leur donner de la stabilité dans leur vie. Les gens ordinaires qui vivent avec un revenu fixe n'ont pas le luxe de se lever le matin et de s'envoler ailleurs pour voir si la vie est meilleure. Tandis que la banque s'efforce de tirer les leçons de son

important to also learn how to better communicate with ordinary people and other sectors in the economy, which are not your traditional allies of whom you go talk to.

Mr. Macklem: I couldn't agree with you more. As Ms. Rogers has highlighted, we are using digital technology to try to reach audiences that we haven't reached. You can find us on Instagram now. You can't replace face-to-face conversations. You have to get out across the country and hear about where they live and their lives.

Linked to your question, Senator Marshall, one thing that comes through very clearly when we do focus groups and talk to Canadians is that the more they understand what we're doing, the more trust they have in what we're doing. We're a public institution. We have a responsibility to be accountable to Canadians, but there is an extra bonus because the more they understand, the better monetary policy works, the more they trust us and the more they have confidence that they can do things because the central bank is going to keep inflation low and stable. It's not only that there's accountability, and we have a responsibility to do that, but it also works better if we do it well. I couldn't agree more; we need to be accountable to Canadians. Canadians need to understand what we're doing, and we need to understand how Canadians are feeling and how our policies are impacting them.

The Chair: We're going to try to do some very quick questions here. You've been very generous with your time, so I'm going to say this again: short, sharp and pointed.

Senator Fridhandler: Just to pick up on a comment from Senator Deacon, I hear it all too often in discussions on productivity and the like.

Here's a quick background: We all know in the mid-1860s, there was a deal struck amongst a number of provinces to form a new federation. And 150 years later, in dealing with the beer case on interprovincial trade, the Supreme Court was very strict in their interpretation of what could happen there. Yet I continue to hear how we have to deal with interprovincial trade. We can't deal with it constitutionally. It's fully in the hands of provinces, but what is your view in terms of monetary policy relative to what we can do here? I don't know if you can affect it as the central bank.

Mr. Macklem: I don't think we can do anything. I mean, if you want a suggestion, I think if we come at it from the point of view of trying to harmonize hundreds of small differences between provinces, we're going to be working on this until we're

expérience, je pense qu'il sera très important qu'elle apprenne également à mieux communiquer avec les gens ordinaires et d'autres secteurs de l'économie, qui ne sont pas les alliés de longue date à qui elle s'adresse.

M. Macklem : Je suis tout à fait d'accord avec vous. Comme l'a souligné Mme Rogers, nous utilisons la technologie numérique pour essayer d'entrer en contact avec des publics que nous n'avons jamais joints. Vous pouvez désormais nous trouver sur Instagram. On ne peut pas remplacer les discussions en personne. Il faut aller partout au pays et écouter ce que les gens ont à dire là où ils vivent.

Pour revenir à votre question, sénatrice Marshall, une chose ressort très clairement lorsque nous tenons des groupes de discussion et que nous parlons aux Canadiens : plus ils comprennent ce que nous faisons, plus ils ont confiance en ce que nous faisons. La banque est une institution publique. Nous avons la responsabilité de rendre des comptes aux Canadiens, mais il y a un avantage supplémentaire, parce que plus ils comprennent, plus la politique monétaire fonctionne, plus ils nous font confiance et plus ils ont l'assurance qu'ils peuvent faire des choses parce que la banque centrale va maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Il ne s'agit pas seulement de rendre des comptes, et nous avons la responsabilité de le faire, mais cela fonctionne mieux si nous le faisons bien. Je suis tout à fait d'accord : nous devons rendre des comptes aux Canadiens. Les Canadiens doivent comprendre ce que nous faisons et nous devons comprendre ce qu'ils ressentent et quel effet nos politiques ont sur eux.

La présidente : Nous allons essayer de poser des questions très brèves. Vous avez été très généreux de votre temps, alors je vais le répéter : posons des questions courtes et précises.

Le sénateur Fridhandler : Pour revenir à ce que disait le sénateur Deacon, c'est une chose que j'entends trop souvent dans les discussions sur la productivité et d'autres sujets du genre.

Permettez-moi de faire un bref rappel du contexte. Nous savons tous qu'au milieu des années 1860, un certain nombre de provinces ont conclu un accord pour former une nouvelle fédération. Puis, 150 ans plus tard, dans l'affaire relative au commerce interprovincial de la bière, la Cour suprême s'est montrée très stricte dans son interprétation de ce qui pouvait se passer à cet égard. Toutefois, je continue d'entendre que nous devons nous occuper du dossier du commerce interprovincial. Sur le plan constitutionnel, nous ne pouvons pas le faire. Cette question est entièrement du ressort des provinces, mais en ce qui concerne la politique monétaire, quel est votre point de vue par rapport à ce que nous pouvons faire? Je ne sais pas si la banque centrale peut avoir une influence là-dessus.

M. Macklem : Je ne pense pas que nous puissions faire quoi que ce soit. Si vous voulez une suggestion, je pense que si nous partons du point de vue qu'il faut essayer d'harmoniser des centaines de petites différences entre les provinces, nous allons y

all well into retirement. We came at it from this perspective: Could we mutually recognize that there are some differences and just live with them and not worry about them? Maybe we could make progress faster.

The Chair: Thank you for those responses.

Senator Loffreda: One area we did not touch on is artificial intelligence, or AI, and the impact it will have on productivity and our economy. I know you have spoken recently in Toronto and delivered a speech entitled "Artificial intelligence, the economy and central banking." How can we maximize the impact that AI will have on our economy and productivity? Are there any policies or measures that you see that we can put in place? Are you more concerned or more positive on the impact it will have?

Mr. Macklem: I think AI has tremendous potential. AI is a very good microcosm of the longer-term issues we've had in this country. Geoffrey Hinton just won the Nobel Prize for his fundamental advances in AI. We also have a number of other global-leading AI experts in our university system in Canada. On the other hand, if you look at the adoption of new AI technologies in Canadian businesses, they're lagging. We're smart. We're good. We are inventors, but we have to capitalize on that. We have to commercialize that, and too often in Canada, a Canadian invention gets commercialized south of the border and a lot of the benefits flow south of the border.

This is part of our productivity problem. I don't have all the answers, but I think this is an example of where we need to really focus on a specific issue.

Senator Gignac: Thank you again for being so generous with us for these two hours; it's very appreciated. Just like my colleague Senator Deacon said, we like to push you because we get the best from you. My question will be close to that.

Mr. Macklem: I know what I should do, I guess.

Senator Gignac: You succeeded, more or less, in bringing back inflation to the target of 2%. Mission accomplished. The jury is still out regarding the soft landing, possibly with the announcement last Friday by the government on population growth. On my first question, you mentioned at the beginning that your monetary policy is still in the restricted zone, and now the unemployment rate for young people is 16%, which is 6% higher than the U.S.

travailler jusqu'à ce que nous soyons tous à la retraite. Nous avons abordé la question en nous demandant si nous ne pourrions pas reconnaître qu'il existe certaines différences entre les provinces, les accepter et ne pas nous en inquiéter. Peut-être pourrions-nous avancer plus rapidement.

La présidente : Merci de ces réponses.

Le sénateur Loffreda : Nous n'avons pas parlé de l'intelligence artificielle, ou de l'IA, et de ses effets sur la productivité et sur notre économie. Je sais que vous avez récemment prononcé, à Toronto, un discours intitulé « L'intelligence artificielle, l'économie et les banques centrales ». Comment pouvons-nous maximiser les répercussions de l'IA sur notre économie et sur la productivité? Y a-t-il, à votre avis, des politiques ou des mesures que nous pourrions mettre en place? Êtes-vous plus inquiet ou plus optimiste quant aux répercussions qu'elle aura?

M. Macklem : Je pense que l'IA offre un énorme potentiel. L'IA est un très bon microcosme des problèmes à long terme que nous avons connus au pays. Geoffrey Hinton vient de recevoir le prix Nobel pour ses découvertes fondamentales en IA. Le milieu universitaire canadien compte également un certain nombre d'autres spécialistes de l'IA de renommée mondiale. En revanche, on constate que le Canada est à la traîne sur le plan de l'adoption des nouvelles technologies de l'IA par les entreprises canadiennes. Nous sommes intelligents. Nous sommes bons. Nous sommes des inventeurs, mais nous devons en tirer parti. Nous devons commercialiser ces inventions et trop souvent, au Canada, une invention est commercialisée au sud de la frontière et une grande partie des bénéfices y sont transférés.

C'est l'un des aspects de notre problème de productivité. Je n'ai pas toutes les réponses, mais je pense que c'est là un exemple où nous devons vraiment nous concentrer sur une question précise.

Le sénateur Gignac : Merci encore une fois d'avoir été si généreux avec nous pendant ces deux heures. Nous vous en sommes très reconnaissants. Comme l'a dit mon collègue, le sénateur Deacon, nous aimons vous amener plus loin parce que nous obtenons les meilleures réponses de votre part. Ma question va dans ce sens.

M. Macklem : Je sais ce que je dois faire, je suppose.

Le sénateur Gignac : Vous avez réussi, grossso modo, à ramener l'inflation à la cible de 2 %. Mission accomplie. Le jury ne s'est pas encore prononcé sur l'atterrissement en douceur, possiblement à la suite de l'annonce que le gouvernement a faite vendredi dernier au sujet de la croissance démographique. J'en arrive à ma première question. Vous avez mentionné au début que l'on restait en territoire restrictif par rapport à la politique monétaire. Le taux de chômage chez les jeunes s'élève maintenant à 16 %, soit 6 % de plus qu'aux États-Unis.

Could you confirm to us that you're not behind the curve, given the transmission lag that we have in Canada possibly regarding interest rates? Your 50-basis-point reduction will have an impact on this many months from now, and the unemployment rate continues to rise. I like to push you.

Mr. Macklem: Are there risks on both sides? Yes, there are risks. If you look at our base case projection — what happens — population growth is going to come down next year, and we'll have to see how sharply. Our projection has consumption and GDP per capita rising. There is some uncertainty. When one thing is coming down, the other thing is coming up. How exactly does it net out? We've already lowered interest rates quite a bit. We signalled that we expect that there's more to come. That will pass through, and we think that will strengthen household spending.

Our own forecast is gross reasonably stable. As population growth starts to stabilize, the fact that GDP per capita is picking up wins out, and growth picks up a bit. We will be revising our projections, and we certainly have to look at the impact of the new population or the new immigration plan published by the government. I expect that will pull our headline GDP forecast down. Even with that, our forecast is that the economy is expected to grow.

Senator Gignac: The borrowing rate cut is still one meeting at a time, but it's still a possibility.

Mr. Macklem: I think we've been pretty clear. We're taking it one meeting at a time. We've demonstrated we're prepared to do a 50-basis-point cut if we think that's appropriate. If we think it's appropriate to do it again, we'll do it again.

Ms. Rogers: I was going to add something to Senator Yussuff's point, because I think it was an important one. I wanted to tell you a story. I was talking earlier about increasing our outreach and expanding the types of groups that we speak to.

A couple weeks ago, I spent an evening in Vancouver with the heads of business improvement areas for all the small communities across the Greater Vancouver area. These are people who are running small businesses; they're independent operators. We had the lead for the West Hastings community, and people from Vancouver know how tough that community is. There's a guy with a tough job. He's trying to increase business activity in that community.

Pourriez-vous nous confirmer que l'on n'est pas en retard, compte tenu du possible décalage dans le temps de la transmission en ce qui concerne les taux d'intérêt au Canada? Votre réduction de 50 points de base aura une incidence dans de nombreux mois, et le taux de chômage continue d'augmenter. J'aime vous amener plus loin.

M. Macklem : Y a-t-il des risques des deux côtés? Oui, il y en a. Si vous regardez notre scénario de référence — ce qui se passe —, la croissance démographique va diminuer l'année prochaine et nous devrons voir dans quelle mesure. Selon nos projections, la consommation et le PIB par habitant augmenteront. Il y a une certaine incertitude. Lorsqu'il y a une baisse d'un côté, il y a une hausse de l'autre. Comment cela se traduit-il exactement? Nous avons déjà beaucoup baissé les taux d'intérêt. Nous avons signalé que nous nous attendions à ce que ce ne soit pas terminé. Il y aura des répercussions et nous pensons que les dépenses des ménages s'en trouveront renforcées.

Nos propres prévisions sont raisonnablement stables. Lorsque la croissance démographique commence à se stabiliser, le fait que le PIB par habitant augmente prend le dessus et la croissance reprend un peu. Nous réviserons nos projections et nous devrons certainement examiner les répercussions qu'aura le nouveau plan sur l'immigration que le gouvernement a rendu public. Je m'attends à ce que cela entraîne une baisse de nos prévisions sur le PIB global. Malgré cela, nous prévoyons une croissance de l'économie.

Le sénateur Gignac : Concernant la réduction du taux créditeur, on procède toujours une réunion à la fois, mais c'est toujours une possibilité.

M. Macklem : Je pense que nous avons été assez clairs. Nous prenons les choses une réunion à la fois. Nous avons montré que nous étions prêts à réduire les taux de 50 points de base si nous jugeons que c'était approprié de le faire. Si nous pensons qu'il convient de le faire à nouveau, nous le referons.

Mme Rogers : J'allais ajouter quelque chose au point qu'a soulevé le sénateur Yussuff, parce que je pense que c'est important. Je voulais vous raconter quelque chose. J'ai dit précédemment que nous avions accru notre rayonnement et que nous communiquions avec une plus grande variété de groupes.

Il y a deux ou trois semaines, j'ai passé une soirée à Vancouver avec les dirigeants des zones d'amélioration commerciale de toutes les petites collectivités de la région métropolitaine de Vancouver. Il s'agit de gens qui dirigent de petites entreprises. Ce sont des entrepreneurs indépendants. Il y avait le responsable de la collectivité de West Hastings, et les habitants de Vancouver savent à quel point il y a des difficultés dans cette collectivité. Il y a là un homme qui a un travail difficile. Il essaie d'accroître l'activité commerciale dans cette collectivité.

I sat and spoke with him for three hours and learned a ton about what the economy feels like on the ground in those communities. I was amazed at how knowledgeable they were. They had all read our last *Monetary Policy Report*. They had been on our website. They had read speeches. I don't know if they would have done that if we hadn't invited them to come spend an evening with us. It feels like it was a win-win. I learned a lot from them; they learned a lot about us. It's a good news story in terms of what you're suggesting.

The Chair: Thank you all very much. We really do appreciate your time and effort. We range all over the map here, and sometimes we put you on the spot, but we genuinely appreciate it. Thank you, Mr. Tiff Macklem, the Governor of the Bank of Canada; and Ms. Carolyn Rogers, the Senior Deputy Governor of the Bank of Canada. We are very appreciative of your time and insights today, and we will see you again soon.

For the members of the committee here, we return to Bill C-280 in our meeting tomorrow, for your information. See you all then.

(The committee adjourned.)

J'ai discuté avec lui pendant trois heures et j'ai appris énormément de choses sur la situation économique de ces collectivités. J'ai été étonnée de voir à quel point ces gens étaient bien informés. Ils avaient tous lu notre dernier *Rapport sur la politique monétaire*. Ils avaient consulté notre site Web. Ils avaient lu des discours. Je ne sais pas s'ils l'auraient fait si nous ne les avions pas invités à passer une soirée avec nous. J'ai l'impression que tout le monde y a gagné. J'ai beaucoup appris d'eux et ils en ont beaucoup appris sur nous. C'est une bonne nouvelle par rapport à ce que vous dites.

La présidente : Merci beaucoup. Nous vous sommes très reconnaissants du temps que vous nous avez consacré et de vos efforts. Nous allons dans tous les sens ici et nous vous mettons parfois sur la sellette, mais nous vous en sommes vraiment reconnaissants. Merci, monsieur Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada. Merci, madame Carolyn Rogers, première sous-gouverneure de la Banque du Canada. Nous vous remercions grandement de nous avoir consacré du temps et de nous avoir donné vos points de vue aujourd'hui. Nous vous reverrons bientôt.

À titre d'information pour les membres du comité ici présents, nous reprendrons l'étude du projet de loi C-280 à notre réunion de demain. Je vous dis donc à demain.

(La séance est levée.)
