

## EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, November 27, 2024

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 4:16 p.m. [ET] to examine and report on Canada's monetary policy framework.

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

[*English*]

**The Chair:** Hello to everyone joining us here and those online. 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 with us today: Senator Fridhandler, Senator Gignac, Senator Varone and Senator Yussuff.

The committee is studying Canada's monetary policy framework and the mandate of the Bank of Canada. For our only panel today, we have the pleasure of welcoming — in case anyone is confused by the note which we put together for both today's witness and tomorrow's witness, there is just the one witness today. Let me introduce Dr. Stephen Williamson, Professor and Stephen A. Jarislowsky Chair in Central Banking 2017-27 at the University of Western Ontario.

Dr. Williamson, welcome. Thank you for being with us today. The floor is yours for your opening remarks.

**Stephen Williamson, Professor and Stephen A. Jarislowsky Chair in Central Banking 2017-27, University of Western Ontario, as an individual:** Thanks to the committee for inviting me to talk to you today. I've worked for 40 years as an economist in Canada and the United States. I've had academic appointments at Queen's University, the University of Western Ontario, the University of Iowa and Washington University in St. Louis. As well, I've had non-academic appointments at the Bank of Canada — that was my first job — the Federal Reserve Bank of Minneapolis and the Federal Reserve Bank of St. Louis.

Finally, I've been a seminar visitor or a long-term academic visitor at the Bank of Canada, the Board of Governors of the Federal Reserve System and most of the regional Federal Reserve Banks — I think all but one. I haven't been to the San Francisco Fed, but for all the other 11, I have been there at one time or another.

I've been at the Bank of England, the European Central Bank, the Swedish central bank, the Swiss National Bank and the Bank of Korea. My bottom line is going to be that, in my opinion, the inflation-targeting agreement between the Bank of Canada and the federal government has served the country well, and I don't

## TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 27 novembre 2024

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 16 h 16 (HE), avec vidéoconférence, pour examiner, afin d'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 ceux qui se joignent à nous ici même et en ligne. 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 qui sont présents aujourd'hui : le sénateur Fridhandler, le sénateur Gignac, le sénateur Varone et le sénateur Yussuff.

Le comité étudie le cadre de la politique monétaire du Canada et le mandat de la Banque du Canada. Pour éviter toute confusion à la suite de la note que nous avons préparée pour nos séances d'aujourd'hui et de demain, je vous signale que nous recevons cet après-midi un seul et unique témoin, soit M. Stephen Williamson, professeur et titulaire de la chaire Stephen A. Jarislowsky en banque centrale 2017-2027 à l'Université Western, en Ontario.

Monsieur Williamson, soyez le bienvenu. Merci d'être des nôtres aujourd'hui. Je vous cède la parole pour vos observations préliminaires.

**Stephen Williamson, professeur et titulaire de la chaire Stephen A. Jarislowsky en banque centrale 2017-2027 à l'Université Western, Ontario, à titre personnel :** Je remercie le comité de m'avoir invité à prendre la parole aujourd'hui. J'ai travaillé pendant 40 ans comme économiste au Canada et aux États-Unis. J'ai occupé des postes universitaires à l'Université Queen's, à l'Université Western, à l'Université de l'Iowa et à l'Université Washington à Saint-Louis. J'ai également travaillé à la Banque du Canada — c'était mon premier emploi —, à la Banque fédérale de réserve régionale de Minneapolis et à la Banque fédérale de réserve régionale de Saint-Louis.

Enfin, j'ai été invité à des séminaires ou à des stages de longue durée à la Banque du Canada, au Conseil des gouverneurs de la Banque fédérale de réserve et à la plupart des Banques fédérales de réserve régionales — toutes sauf une, je crois. Je ne suis pas allé à celle de San Francisco, mais j'ai visité les 11 autres.

J'ai été à la Banque d'Angleterre, à la Banque centrale européenne, à la Banque centrale suédoise, à la Banque nationale suisse et à la Banque de Corée. Ma conclusion est assez simple. J'estime que l'accord de ciblage de l'inflation conclu entre la Banque du Canada et le gouvernement fédéral a bien servi le

think it needs substantive revision. We could talk about that, of course. I look forward to answering your questions.

**The Chair:** We should begin there because we've heard lots of testimony on dual mandates and different approaches to governance and transparency.

**Senator Gignac:** Welcome to our witness. We are fortunate to have Mr. Williamson with us given his huge expertise and background, so thank you for being here.

Could you elaborate more because you seem to be satisfied with the current mandate which focuses mostly on inflation, contrary to the U.S. which has a dual mandate? Some witnesses and some with huge reputations mentioned that maybe it would be more relevant to have a dual mandate. I'm just curious why you believe that we should be satisfied with the current mandate which focuses more on inflation. Thank you.

**Mr. Williamson:** Dual mandate is a bit of a thorny issue. In economics, there is a large body of theory and experience that tells us that in the long run, the stance of monetary policy doesn't have any effect on anything real in the sense of real GDP, unemployment rate, employment, et cetera. We think there are short-run effects that are temporary, but those dissipate over time.

The reason why an inflation target is in part a good idea — and there are a number of reasons for it — is this is something that the central bank can actually control. The inflation rate is ultimately under the bank's control in the short run and in the long run, and the control is imperfect, but they can control it.

The U.S. has had a long experience with this, so it's written into legislation. There are a couple of acts of Congress going back to 1948, and there was an update in the 1970s. Dual mandate is fairly vague, actually. If you look at how the Federal Reserve System and the people on the Federal Open Market Committee interpret the dual mandate in the U.S., they take great pains to tell you that it would be a bad idea to specify a numerical target — a specific target — for the unemployment rate or the rate of growth in real GDP; essentially, it's because those are things that the central bank cannot control in the long run. They can have some influence in the short run, but in the long run, they can't specifically control those things.

When the bank says they have a flexible inflation target, what that means is that there are times when the inflation target does become secondary. When things are really bad — such as at the beginning of the pandemic in early 2020 or during the financial crisis — the inflation target does take second place in the scheme

pays, et je ne pense pas qu'il nécessite une révision en profondeur. Nous pourrions bien sûr en discuter. Je me réjouis à la perspective de répondre à vos questions.

**La présidente :** Nous devrions sans doute commencer par là, car nous avons entendu de nombreux témoignages sur les doubles mandats et les différentes approches en matière de gouvernance et de transparence.

**Le sénateur Gignac :** Bienvenue à notre témoin. Nous avons la chance d'accueillir M. Williamson qui nous fera bénéficier de sa grande expertise et de ses antécédents. Merci d'être avec nous.

Vous semblez satisfait du mandat actuel qui se concentre principalement sur l'inflation, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis où l'on a opté pour un double mandat. Des témoins, dont certains jouissent d'une excellente réputation, nous ont indiqué qu'il serait peut-être plus pertinent pour nous d'avoir un double mandat. Je suis simplement curieux de savoir pourquoi vous pensez que nous devrions nous satisfaire du mandat actuel, qui se concentre davantage sur l'inflation. Merci.

**M. Williamson :** Le double mandat est une question quelque peu épineuse. En économie, un grand nombre de théories et d'expériences nous disent qu'à long terme, l'orientation de la politique monétaire n'a pas d'effet sur quoi que ce soit de concret comme le PIB réel, le taux de chômage, l'emploi, etc. Nous pensons qu'il y a des effets qui se font ressentir à court terme, mais qui se dissipent avec le temps.

L'une des raisons pour lesquelles — et il y en a plusieurs — est judicieux de fixer une cible en matière d'inflation est que c'est quelque chose que la Banque centrale peut véritablement contrôler. Le taux d'inflation est en fin de compte sous le contrôle de la banque à court et à long terme. C'est un contrôle imparfait, mais un contrôle tout de même.

Les États-Unis ont une longue expérience en matière de double mandat, si bien que tout cela est inscrit dans leurs lois. Quelques lois du Congrès à cet effet remontent à 1948, et ont été mises à jour dans les années 1970. Le double mandat est en fait un concept assez vague. Il faut voir comment les responsables de la Réserve fédérale et les membres de son comité de l'open market interprètent le double mandat aux États-Unis. Ils se donnent beaucoup de mal pour faire comprendre à tout le monde que l'on serait malavisé de vouloir chiffrer un objectif précis pour le taux de chômage ou le taux de croissance du PIB réel, essentiellement parce que ce sont des choses que la banque centrale ne peut pas contrôler à long terme. Elle peut avoir une certaine influence à court terme, mais à long terme, elle n'exerce pas de contrôle véritable sur ces éléments.

Lorsque la banque dit qu'elle a une cible flexible en matière d'inflation, cela signifie qu'il y a des moments où cette cible devient secondaire. Lorsque les choses vont vraiment mal, comme avec l'émergence de la pandémie au début de 2020 ou pendant la crise financière, la cible d'inflation passe au second

of things. For immediate decision making, what matters is the immediate problem, and they can worry about the inflation target later.

It's a bit hard to —

**The Chair:** Do you have a follow-up, Senator Gignac?

**Mr. Williamson:** It is a bit hard to write down the specifics of how you react under those conditions and what exactly you should care about. I think it's better that those things be left out of the explicit agreement and left to the discretion of the bank.

**Senator Yussuff:** Thank you, Professor Williamson, for being here with us today. We have had witnesses who have testified before the committee who have a very different perspective than the one you have articulated so far. A dual mandate does not contradict the bank's core responsibility of inflation, but in a democratic society, inflation is not the only issue we should be focusing on. Society needs to function. Unemployment and growth are fundamental things, but unemployment is something that the bank should be concerned about. The bank has a blunt instrument to manage inflation, and the challenge is when they use it to its full extent, it causes a great deal of grief in society. Political people have to react to that.

In the U.S., we've seen from that experience that the bank has been able to manage its responsibility in a responsible way. Why wouldn't that be something conducive to changing the bank's mandate to ensure that it reflects a more modern reality of its responsibility?

**Mr. Williamson:** The argument would be that in controlling inflation, keeping inflation low and stable, the bank creates a sound economic environment that furthers these other goals and gives you a good performance in terms of real GDP growth and labour market conditions like the unemployment rate, et cetera. Some of the things you're talking about are important things that are of concern for Canada. We care about the state of the labour market, productivity, growth in real GDP, the general welfare of Canadians, income distribution and all those things. A lot of those things are better left to elected officials to make decisions about.

Those are decisions that relate to fiscal policy and regulatory activity, et cetera. They shouldn't be the primary concern of the Bank of Canada who are, in fact, unelected officials. It's a good idea that they have a degree of independence from the federal government, but we want to limit what we ask them to do because they're not elected.

plan dans l'ordre des priorités. Il faut prendre les décisions nécessaires pour régler les problèmes qui se posent dans l'immédiat, et se préoccuper de la cible d'inflation seulement plus tard.

Il est un peu difficile de...

**La présidente :** Avez-vous une question complémentaire, sénateur Gignac?

**M. Williamson :** Il est un peu difficile d'énoncer explicitement la manière dont on devra réagir dans telles ou telles circonstances en précisant ce dont il faut se soucier dans chaque cas. Je pense qu'il est préférable que ces éléments ne figurent pas dans l'accord explicite et soient plutôt laissés à la discrétion de la banque.

**Le sénateur Yussuff :** Merci, monsieur Williamson, d'être avec nous aujourd'hui. Les témoins qui ont comparu devant le comité ont un point de vue très différent de celui que vous avez exprimé jusqu'à présent. Un double mandat n'entre pas en contradiction avec la responsabilité fondamentale de la banque en matière d'inflation. Dans une société démocratique, l'inflation n'est cependant pas la seule question sur laquelle nous devrions nous concentrer. La société doit pouvoir fonctionner normalement. Le chômage et la croissance sont des éléments fondamentaux, et le chômage est un facteur dont la banque doit se préoccuper tout particulièrement. Pour gérer l'inflation, la banque dispose d'un instrument plutôt percutant dont l'utilisation sans réserve peut causer une grande détresse au sein de la société. Les politiciens doivent réagir en pareil cas.

Aux États-Unis, nous avons pu constater que la banque centrale a su gérer son mandat de manière responsable. Pourquoi la situation ne serait-elle pas propice à une modification du mandat de la Banque du Canada pour s'assurer qu'il s'inscrit dans une vision plus moderne de ses responsabilités?

**M. Williamson :** L'argument serait qu'en contrôlant l'inflation, en la maintenant à un niveau bas et stable, la banque crée un environnement économique sain qui favorise l'atteinte de ces autres objectifs et procure de bons résultats pour ce qui est de la croissance du PIB réel et des conditions prévalant sur le marché du travail, comme le taux de chômage. Certains éléments que vous citez sont à la fois importants et préoccupants pour le Canada. Nous nous intéressons à la situation du marché du travail, à la productivité, à la croissance du PIB réel, au bien-être général des Canadiens, à la répartition des revenus et à toutes ces choses. Il est préférable de laisser aux élus le soin de prendre des décisions sur un grand nombre de ces questions.

Ce sont des décisions qui concernent notamment la politique fiscale et l'activité réglementaire. Elles ne devraient pas être la préoccupation première des responsables de la Banque du Canada, qui ne sont pas des élus. C'est une bonne idée que la banque jouisse d'un certain degré d'indépendance par rapport au gouvernement fédéral, mais nous voulons limiter ce que nous lui

**Senator Yussuff:** To follow up, the Federal Reserve has done this without any intentions or hesitations in regard to its mandate, which is basically the point we are trying to make. Given their history in managing a dual mandate, how would that alter the bank's independence? It doesn't alter its independence. It's simply saying to take other considerations in regard to not just inflation; at the end of the day, there are other things we need to think about, and the bank will do its best, as it does its best to manage inflation also.

**Mr. Williamson:** The Fed has conducted monetary policy and spoken to its dual mandate in a way that really shies away from hard targets like a target for the unemployment rate, which would be a bad idea. In an agreement with, say, the Bank of Canada, it would be a terrible idea to enshrine specific economic growth targets or a target for the unemployment rate. That could, in fact, prove infeasible or get in the way of targeting inflation, which is kind of the primary role, as I see it, of the bank.

**The Chair:** Okay. We'll come back to that. Thank you.

**Senator Fridhandler:** I just want to follow up on your views on the dual mandate, Professor Williamson.

In your publication "The Role of Central Banks," you suggested that the bank's flexible approach to inflation targeting appears to be a good compromise, and one would argue that the bank's actual behaviour is in the spirit of the U.S. dual mandate. It sounds like you believe that would be an acceptable approach, even though we don't articulate it explicitly.

**Mr. Williamson:** Yes. My guess is that the Fed would not behave any differently if they didn't have the dual mandate, and it really doesn't make much difference in how they actually behave, and for good reason.

As I wrote in that piece, yes, if you look at the actual behaviour of the bank, you would go into it as a kind of serious research project. But it looks like what the bank actually does and what they have tended to do over time is mostly responding to the unemployment rate. It's kind of interesting. That's what they actually do, but in doing that, they manage to target inflation. In part, it's because these things are related. It is probably because the state of the labour market can be related to the behaviour of inflation.

It's just a matter of what you write down as their goal and how you're going to evaluate their performance, I think.

demandons de faire parce qu'elle n'est pas formée de représentants élus.

**Le sénateur Yussuff :** La Réserve fédérale a agi en l'espèce sans aucune tension ou hésitation par rapport à son mandat, ce qui va essentiellement dans le sens de ce que nous essayons de faire valoir. Compte tenu des antécédents en la matière, pouvez-vous nous dire en quoi la gestion d'un double mandat influencerait sur l'indépendance de la banque? Cela n'altère en rien son indépendance. Il s'agit simplement de prendre en considération d'autres facteurs que l'inflation. En fin de compte, il y a d'autres choses auxquelles nous devons penser, et la banque fera de son mieux relativement à ces différents enjeux, comme elle le fait déjà pour gérer l'inflation.

**M. Williamson :** La Réserve fédérale a mis en œuvre sa politique monétaire et s'est exprimée dans le cadre de son double mandat en évitant de fixer des objectifs précis, comme une cible pour le taux de chômage, ce qui serait une mauvaise idée. Dans un accord avec, disons, la Banque du Canada, on serait très malavisé d'établir des cibles précises pour des éléments comme la croissance économique ou le taux de chômage. Cela pourrait, en fait, s'avérer irréalisable ou nous empêcher de cibler l'inflation, ce qui est en quelque sorte le rôle principal, selon moi, de la banque.

**La présidente :** D'accord. Nous y reviendrons. Merci.

**Le sénateur Fridhandler :** Je voudrais juste revenir sur votre point de vue concernant le double mandat, monsieur Williamson.

Dans votre publication sur le rôle des banques centrales, vous avez suggéré que l'approche souple des responsables de la Banque en matière de cibles d'inflation semble constituer un bon compromis, et que l'on pourrait soutenir que leur comportement est conforme à l'esprit du double mandat américain. Vous semblez croire qu'il s'agit là d'une approche acceptable, même si nous ne l'avons pas formulée explicitement.

**M. Williamson :** Oui. Je pense que la Réserve fédérale ne se comporterait pas différemment si elle n'avait pas ce double mandat. Cela ne change pas grand-chose à son comportement, et pour cause.

Comme je l'ai écrit dans cette publication, on peut se pencher sur le comportement de la Banque avec tout le sérieux qu'exige un projet de recherche, mais tout indique que ce que la Banque fait réellement et ce qu'elle a eu tendance à faire au fil des ans, c'est surtout réagir aux fluctuations du taux de chômage. C'est assez intéressant. C'est ce qu'elle fait en réalité, mais ce faisant, elle parvient à cibler l'inflation. C'est en partie parce que ces éléments sont liés. C'est probablement parce que l'état du marché du travail peut être relié au comportement de l'inflation.

À mon sens, c'est simplement un objectif que l'on établit, question d'évaluer la performance de la Banque.

**Senator Fridhandler:** I will come back to follow up on that, but I have another question.

I am sorry, Senator Ringuette, because I might be stealing your thunder.

Professor Williamson, you have broad experience with the various Federal Reserve Banks in the U.S. In Canada, we have one central bank. I'm interested to hear your views on how the various banks in the U.S. and the consolidation of the actions of the Federal Reserve reflect regional issues. In Canada, when our central bank senior officials appear before us, they don't look at things from a regional perspective. Are we better off or worse off for that in Canada?

**Mr. Williamson:** Oh, I don't know. One of the mandates of the regional Feds is to collect local information. There's a thing called the Beige Book, and the Beige Book summarizes all that stuff. That information comes from various sources. Some of it is anecdotal evidence that, in principle, could give you early information on what's going on in the economy before it shows up in official statistics.

Some of the information gets collected through regional Feds which have branches. Every branch has a board of directors. Those directors are not just bankers; they're community leaders and people working in various industries. They have a lot of first-hand information that they pool. The regional Feds collect that, and it goes into this document which ends up in Washington and gets shared through the system.

I don't know if there is anything comparable in Canada. In general, the bank does a fairly good job of collecting information and paying attention to what's going on in the regions of Canada.

The Fed is very unusual. There's a whole history behind why it's decentralized. It's unique in the world, as far as I know, having these 12 semi-independent regional Federal Reserve Banks. Part of its strength is the diversity of opinion. For me, that's an important thing. The regional Fed presidents can go out and speak publicly. They sometimes disagree with each other in public. You rarely get that in Canada.

In Canada, as you know, everything is centralized. The people on the Governing Council of the Bank of Canada go out and speak in public, but they rarely disagree with each other. We have a diversity of opinion across the different Federal Reserve Banks. They have different ideas about economics and how the economy works and how monetary policy works. That is a

**Le sénateur Fridhandler :** Je reviendrai sur ce point, mais j'ai une autre question.

Vous voudrez bien m'excuser, sénatrice Ringuette, car je risque de vous couper l'herbe sous le pied.

Monsieur Williamson, vous avez une vaste expérience des diverses autorités de la Réserve fédérale aux États-Unis. J'aimerais connaître votre point de vue sur la mesure dans laquelle les enjeux régionaux sont pris en compte dans les décisions de ces différentes entités et les actions concertées de la Réserve fédérale au niveau national. Les hauts responsables de notre banque centrale qui comparaissent devant nous n'envisagent pas les choses dans une perspective régionale. Sommes-nous mieux lotis ou moins bien servis à ce chapitre au Canada?

**M. Williamson :** Oh, je ne sais pas. Les autorités régionales ont notamment pour mandat de collecter des informations à l'échelon local. Ces renseignements sont consignés dans le Livre beige, un document qui résume le tout. Ces informations proviennent de diverses sources. Il s'agit dans certains cas de preuves empiriques qui, en principe, pourraient nous donner une idée de ce qui se passe au sein de l'économie avant que cela n'apparaisse dans les statistiques officielles.

Une partie des informations est collectée par les autorités régionales par l'entremise de leurs succursales, chacune d'elles étant dirigée par un conseil d'administration formé non seulement de banquiers, mais aussi de leaders de la communauté et de personnes travaillant dans divers secteurs. On dispose ainsi d'une grande quantité d'informations de source sûre qui sont mises en commun. Les autorités régionales les colligent en les intégrant à ce livre beige qui aboutit à Washington avant d'être diffusé dans l'ensemble du système.

Je ne sais pas s'il existe quelque chose de comparable au Canada. En général, la Banque fait un assez bon travail lorsqu'il s'agit de collecter de l'information et de suivre ce qui se passe dans les différentes régions du Canada.

La structure de la Réserve fédérale est très inhabituelle. Il y a toute une histoire qui explique pourquoi elle est ainsi décentralisée. Pour autant que je sache, elle est unique au monde avec ses 12 banques régionales de réserve fédérale semi-indépendantes. Sa force réside en partie dans la diversité des opinions. Selon moi, c'est un élément important. Les présidents des autorités régionales sont libres de s'exprimer publiquement, notamment lorsqu'ils sont en désaccord les uns avec les autres. C'est le genre de choses que l'on voit rarement au Canada.

Au Canada, comme vous le savez, tout est centralisé. Les membres du Conseil de direction de la Banque du Canada peuvent prendre publiquement la parole, mais il est rare qu'ils expriment leur désaccord avec un collègue. Les différentes banques fédérales de réserve peuvent compter sur une diversité d'opinions au sujet de l'économie, de son fonctionnement et de

healthy thing. Maybe you get less of that in Canada. For me, that would be a loss, but if it is a loss, it is a loss we share with most other countries in the world. The Bank of England also has centralized central banking.

**The Chair:** Before we move on here, I want to come back to this, Dr. Williamson, to be sure of what you're saying on the dual mandate. You're saying that even though the Fed has it explicitly, it would be doing what it is doing regardless. Although the Bank of Canada doesn't have it, they are doing it regardless of whether they have it or not anyway because everybody would obviously take that into account and be concerned about it. Have I summarized that correctly?

**Mr. Williamson:** That's about it, yes.

**Senator Ringuette:** In Canada, the bank has a review of its mandate every five years. Do you agree that this five-year period is correct? We've heard that the Feds have a kind of yearly review in front of Congress and the Senate. What is your opinion on that?

**Mr. Williamson:** Well, the Fed doesn't really have anything formal like we do in Canada with the way this review happens. I think five years seems about right. I know that they've now started to go out and seek opinions for the next renewal. Anything shorter than five years is probably too short, and anything longer would be too long. Five years seems about right for a renewal of this thing.

It is clearly important that you revisit it periodically so that you can take into account whatever happened in the last five years that might cause you to revise your opinions about how monetary policy works and what we should be telling the bank to do or what the bank should agree with the federal government that it should be doing.

**Senator Ringuette:** There is also an issue of looking into the possibility of having external expertise as a committee that would provide some kind of secretarial economic expertise and be more transparent and consultative with other experts. What would be your opinion on that?

**Mr. Williamson:** The question is this: What kind of power would such a committee have? Is it purely advisory? Does what it says have any force with the bank or with the federal government? It's establishing another institution. What is its role exactly?

I could see a move for more transparency on the part of the bank. We don't know so much about what happens in the room when the governing council is talking. They have recently

la politique monétaire. C'est une chose saine. C'est peut-être moins le cas au Canada. Je dirais que c'est un manque à gagner pour nous, mais que la plupart des pays du monde sont dans le même bateau. La Banque d'Angleterre est elle aussi centralisée.

**La présidente :** Avant de poursuivre, je voudrais revenir sur ce point, monsieur Williamson, pour m'assurer de bien comprendre ce que vous dites au sujet du double mandat. Vous indiquez que la Réserve fédérale agirait comme est le fait actuellement même si elle n'avait explicitement ce double mandat. Pour sa part, la Banque du Canada n'a pas un tel mandat, mais agit comme si c'était le cas, parce que tout le monde se préoccupe également de cet aspect. Ai-je bien résumé la situation?

**M. Williamson :** C'est effectivement assez juste.

**La sénatrice Ringuette :** Au Canada, le mandat de la banque est réexaminé tous les cinq ans. Pensez-vous que c'est une période adéquate? Nous avons entendu dire que la Réserve fédérale se soumet en quelque sorte à un examen annuel devant le Congrès et le Sénat. Qu'en pensez-vous?

**M. Williamson :** Rien n'est prévu pour la Réserve fédérale d'une manière aussi formelle que ce que l'on peut observer au Canada avec cet examen. Je pense qu'un délai de cinq ans est à peu près correct. Je sais que l'on a enclenché le processus et commencé à demander des avis en vue du prochain examen. Une période inférieure à cinq ans serait probablement trop courte, et une durée supérieure serait trop longue. Une période de cinq ans me semble appropriée pour un nouvel examen de ce mandat.

Il est de toute évidence important de procéder ainsi à un réexamen périodique afin de prendre en compte tout ce qui s'est passé au cours des cinq années précédentes et qui pourrait vous amener à réviser vos opinions sur le fonctionnement de la politique monétaire et sur ce que nous devrions dire à la banque de faire ou sur ce que la banque devrait convenir avec le gouvernement fédéral qu'elle devrait faire.

**La sénatrice Ringuette :** Il est également question d'examiner la possibilité de faire appel à des ressources externes sous la forme d'un comité qui fournirait une sorte d'expertise économique sectorielle et qui agirait de façon plus transparente et davantage en consultation avec d'autres experts. Quelle est votre opinion à ce sujet?

**M. Williamson :** Il convient de se demander quels seraient les pouvoirs d'un tel comité? Est-ce que son rôle serait purement consultatif? Les interventions de ce comité exerceraient-elles une influence quelconque sur la banque ou sur le gouvernement fédéral? On peut bien créer ainsi une nouvelle institution, mais il faudrait savoir quel est son rôle exactement.

Je pourrais bien envisager un mouvement en faveur d'une plus grande transparence de la part de la banque. Nous ne savons pas grand-chose de ce qui se dit autour de la table du conseil de

published some minutes of their meeting, but that's just a summary of what people said. For instance, the Fed publishes full transcripts after five years. You know exactly what people said.

**Senator Ringuette:** On the kind of information that we're getting in regard to this potential, it would be a permanent advisory committee with a rotating mandate of its members. Of course, it would provide transparency in regard to the data used and the analysis of that data.

**Mr. Williamson:** Here is an alternative: You might think about how the governing council is chosen. Recently, the bank has done something to bring in more academic advice. They have another deputy governor that is a part-time position. They are doing a second one of these appointments, which is a person who is like a halftime deputy governor and would otherwise have an academic job.

There is a question of how that person is chosen. It could be that you set up a different structure for the choice of other people to actually serve on the Governing Council of the Bank of Canada. That would be a vehicle for getting more input into monetary policy decisions. I'm a little skeptical of the idea that you create another advisory group to the bank. If it doesn't have any force to it, it's just an opportunity for people to talk and write things. Maybe the bank really doesn't have to listen to what they say.

**The Chair:** Could you go into your notion of what transparency would mean? I agree that just appointing another advisory council doesn't accomplish that unless the mandate is explicit. When you talk about transparency, what do you mean? What would you like to see?

**Mr. Williamson:** More information on what goes on in the deliberations that the governing council goes through. For example, in the U.S., eventually you know word for word what people said. There is a vote. This is in legislation here, where the governor gets to decide; that's kind of unusual.

I think in practice, the governing council has a fair amount of influence on the governor, but it's up to the governor to take the advice of the governing council. The governor doesn't have to.

**The Chair:** Would you propose that it go to a system of voting?

direction. Un procès-verbal a récemment été rendu public, mais il ne s'agit que d'un résumé des échanges qui ont eu lieu. Pour sa part, la Réserve fédérale publie des transcriptions complètes de ses délibérations au bout de cinq ans. On sait ainsi exactement ce que les gens ont dit.

**La sénatrice Ringuette :** D'après les informations que nous recevons concernant cette possibilité, il s'agirait d'un comité consultatif permanent avec renouvellement des membres par rotation. Il va de soi qu'on offrirait la transparence voulue en ce qui concerne les données utilisées et l'analyse de ces données.

**M. Williamson :** Je peux vous proposer une solution de rechange. On pourrait aussi réfléchir à la manière dont les membres du conseil de direction sont choisis. Récemment, la banque a pris des mesures pour pouvoir miser davantage sur les conseils d'universitaires. Elle dispose ainsi d'un sous-gouverneur qui occupe son poste à temps partiel. Elle s'apprête à procéder à une seconde nomination du même ordre. Il s'agira d'une personne qui agira comme sous-gouverneur à mi-temps tout en occupant par ailleurs un emploi dans le milieu académique.

La question est de savoir comment cette personne est choisie. On pourrait décider de mettre en place une structure différente pour le choix des autres personnes qui siégeront au Conseil de direction de la Banque du Canada. Ce serait un moyen de s'assurer une plus vaste contribution pour éclairer les décisions liées à la politique monétaire. Je suis un peu sceptique quant à l'idée de créer un autre groupe consultatif pour appuyer le travail de la banque. Si un tel groupe ne dispose d'aucun pouvoir véritable, il ne devient qu'une tribune de plus pour permettre aux gens de s'exprimer verbalement ou par écrit, et ce, sans que la banque ne soit vraiment tenue d'en tenir compte.

**La présidente :** Pourriez-vous préciser ce que vous entendez par transparence? Je conviens que la simple création d'un autre conseil consultatif ne permet pas d'atteindre cet objectif, à moins que son mandat ne le prévoit explicitement. Lorsque vous parlez de transparence, qu'entendez-vous exactement? Qu'aimeriez-vous voir?

**M. Williamson :** Il faudrait que l'on diffuse plus d'information sur les délibérations du conseil de direction. Par exemple, aux États-Unis, on finit par savoir mot pour mot ce que les gens ont dit, et les décisions sont mises aux voix. Tout cela est inscrit dans la loi. Au Canada, c'est en fait le gouverneur qui prend les décisions, ce qui est plutôt inhabituel.

Je pense qu'en pratique, le conseil de direction a une certaine influence sur le gouverneur, mais celui-ci n'est pas obligé de tenir compte de l'avis du conseil.

**La présidente :** Proposeriez-vous un système de vote?

**Mr. Williamson:** Yes, a system of voting might be a good thing.

**Senator Varone:** Thank you, professor, for being here. With everything that we have learned, to me the Bank of Canada is already rather transparent in the way it outlines its inflation targets, and it states it quite openly at being 1% to 3%. Not being an economist, I know that one of the consequences is employment. The higher the interest rates are, the more unemployment is created. Does it really matter what the inflation rate is if you're out of a job, because you can't afford anything anyway?

Including the dual mandate, or having at least employment as part of that mandate, seems to me to temper what could possibly happen. I'm curious about your remark about not setting an employment target the way they set an inflation target. I'd like to hear more of your thoughts on that.

**Mr. Williamson:** We found out in this last high inflation episode what happens when inflation gets out of bounds. That's bad news too. It's bad news in the sense that people start paying a lot of attention to it, and then everybody has an idea about what is causing it. It's a tough thing to go through politically for the government and for the bank when they exceed their inflation target.

I understand exactly what you're saying that for an individual, unemployment is a serious thing. Prices are a little higher — but what if you're unemployed? That's really bad news.

We have recognized for a long time that the ability of monetary policy to control the state of the labour market over a long period of time is nil. You can only have short-term effects. One notion was back in the 1970s when a high inflation episode was caused in part by bad monetary policy. The idea in vogue at the time — in the 1960s — was that you could trade off unemployment and inflation. This was just a policy choice where we could have lower unemployment at the cost of maybe higher inflation permanently.

In theory and over time with experience, we have come to understand that in fact there isn't a trade-off. You cannot get lower unemployment permanently by just bearing higher inflation. All that happens is that you try to keep the unemployment rate really low through monetary policy, and all that happens is that you end up with the same unemployment that you would have had anyway and also higher inflation. It's not in the power of the central bank to really change the state of the

**M. Williamson :** Oui, ce serait peut-être une bonne chose.

**Le sénateur Varone :** Merci d'être avec nous, monsieur Williamson. À la lumière de tout ce que nous avons appris, j'estime que la Banque du Canada est déjà assez transparente dans la manière dont elle définit ses objectifs d'inflation en déclarant très ouvertement que sa cible se situe entre 1 et 3 %. Sans être économiste, je comprends que cette décision a notamment des conséquences au chapitre de l'emploi. Plus les taux d'intérêt sont élevés, plus le chômage augmente. Le taux d'inflation importe-t-il vraiment si vous n'avez plus d'emploi, parce que vous ne pouvez plus vous payer quoi que ce soit de toute manière?

J'ai l'impression que le double mandat, ou tout au moins la prise en compte de l'emploi dans le cadre du mandat, peut permettre d'atténuer les éventuelles répercussions. Je me demande donc pourquoi vous jugez préférable de ne pas fixer de cible en matière d'emploi, comme on le fait pour l'inflation. J'aimerais en savoir plus à ce sujet.

**M. Williamson :** Le plus récent épisode inflationnaire nous a montré ce qui peut arriver lorsque l'inflation devient hors contrôle. C'est aussi une mauvaise nouvelle dans le sens où les gens commencent à y prêter beaucoup d'attention et où tout le monde a une idée de ce qui la provoque. C'est une situation difficile à vivre du point de vue politique pour le gouvernement ainsi que pour la banque lorsque la cible d'inflation est ainsi dépassée.

Je comprends parfaitement ce que vous dites. Pour la personne touchée, le chômage est un sérieux problème. Les prix sont un peu plus élevés, mais est-ce cela qui vous inquiète le plus si vous êtes en chômage? C'est vraiment une mauvaise nouvelle.

Nous savons depuis longtemps que la capacité de la politique monétaire à contrôler l'état du marché du travail sur une longue période est nulle. Elle ne peut avoir que des effets à court terme. L'une des notions en ce sens remonte aux années 1970, lorsqu'un épisode de forte inflation avait été causé en partie par une politique monétaire inappropriée. L'idée en vogue à l'époque — disons dans les années 1960 — voulait qu'il soit possible de faire en quelque sorte un choix entre le chômage et l'inflation. Il s'agissait simplement d'une décision stratégique qui permettait de réduire le chômage au prix d'une inflation peut-être plus élevée de façon permanente.

En théorie et avec le temps et l'expérience, nous avons compris qu'un tel choix n'est pas envisageable. Il n'est pas possible de réduire le chômage de manière permanente en choisissant de subir les conséquences d'une inflation plus élevée. Tout ce qui se passe, c'est que vous essayez de maintenir le taux de chômage à un niveau très bas par le truchement de la politique monétaire, tout cela pour vous retrouver avec le même taux de chômage que vous auriez eu de toute façon, mais avec en prime



real economy, the rate of growth in real GDP and the state of the labour market over the long haul.

**Senator Gignac:** Let's explore more with you about this governance, transparency and accountability by the Bank of Canada. I appreciate the fact that you mentioned to maybe have a vote so that we know how things are good.

But let's talk about the nomination of the deputy governor in Canada.

In the U.S., the seven members of the board of governors are nominated by the president, but guess what: They have to be confirmed by the Senate. From time to time, after hearing, the Senate could reject, and this is interesting. At least we know where the people stand exactly.

In the U.K., correct me if I'm wrong, but I have read that the deputy governor — an external member — is chosen not by the governor, but by parliamentarians.

Do you see some advantage or something that could be possible in Canada? Right now, it's the Governor of the Bank of Canada who decides who to hire, and that could influence the independence of the deputy governor. Do you agree with my statement?

**Mr. Williamson:** Yes, I think regarding some of these elements that are in the Bank of England — I don't know all the details of what happens at the Bank of England — it's a useful structure that they have.

The way the Fed works is for the voting members on the Federal Open Market Committee, there are the presidential appointments. As you say, they have to be confirmed in the Senate. Some of them have been thrown out. There have been people nominated, but the Senate did not approve them. That's happened in recent history.

Then the regional Fed presidents are, in principle, appointed by the board of directors of the regional bank. Every regional Fed has a board of directors. They are basically community people. There are some rules about not having too many bankers on the board of directors of the regional Fed and rules about the composition of the board, but they essentially choose the president of the bank. Then the president goes to Washington and votes. They don't all get to vote at the same time. There are rules about voting. There are 12 Federal Reserve Banks, and only 6 of them get to vote at a given time.

une inflation plus élevée. La banque centrale n'a pas le pouvoir d'influer véritablement sur l'état de l'économie réelle, le taux de croissance du PIB réel et la situation du marché du travail à long terme.

**Le sénateur Gignac :** Examinons plus en détail avec vous toute cette question de la gouvernance, de la transparence et de la reddition de comptes à la Banque du Canada. J'apprécie le fait que vous ayez mentionné la possibilité de mettre les décisions aux voix pour que nous sachions comment les choses se passent.

Mais parlons de la nomination d'un sous-gouverneur de la Banque du Canada.

Aux États-Unis, les sept membres du conseil des gouverneurs sont nommés par le président, mais leur nomination doit être confirmée par le Sénat. Il arrive de temps à autre que le Sénat rejette une nomination à la suite d'une audience. Ce n'est pas sans intérêt, car cela nous permet tout au moins de savoir où chacun se situe exactement.

Corrigez-moi si je me trompe, mais j'ai lu qu'au Royaume-Uni, le gouverneur adjoint — un membre externe — est choisi non pas par le gouverneur, mais par les parlementaires.

Y voyez-vous un avantage ou quelque chose qui pourrait être possible au Canada ? Actuellement, c'est le gouverneur de la Banque du Canada qui décide qui sera embauché, ce qui pourrait miner l'indépendance du sous-gouverneur. N'êtes-vous pas de cet avis?

**M. Williamson :** Oui, je pense qu'en ce qui concerne certains de ces éléments que l'on retrouve à la Banque d'Angleterre — je ne connais pas tous les détails de ce qui s'y passe —, il s'agit d'une structure utile.

Quant au fonctionnement de la Réserve fédérale, pour les membres votants du comité fédéral de l'open market, il y a les nominations faites par la présidence. Comme vous l'avez dit, elles doivent être confirmées au Sénat. Certaines ont été rejetées. Des personnes ont été nommées, mais le Sénat n'a pas approuvé les nominations en question. C'est arrivé récemment.

Ensuite, les présidents des autorités régionales sont, en principe, nommés par le conseil d'administration de la banque régionale. Chaque autorité régionale a un conseil d'administration. Il s'agit essentiellement de membres de la communauté. Il existe des règles pour éviter qu'il y ait trop de banquiers au conseil d'administration de l'autorité régionale et des règles sur la composition du conseil, mais ces gens choisissent essentiellement le président de la banque. Ensuite, le président se rend à Washington et vote. Ils ne votent pas tous en même temps. Il existe des règles concernant le vote. Il y a 12 banques de réserve fédérale, et seulement 6 d'entre elles votent à un moment donné.

**Senator Gignac:** We know that the Canadian structure is different than the Fed. But you will agree with me that we have to find a way in Canada so that, at least, at some point, for example, the Senate and parliamentarians should have the opportunity to have a discussion or a conversation before the deputy governor and even the external member are officially appointed. Because right now, quite frankly, we are not involved. It's the Governor of the Bank of Canada who decides whom the colleagues are around the table. Accountability and transparency could be improved if we find a process closer to that of the U.S. or the U.K. Do you agree with me?

**Mr. Williamson:** Yes, I think that's right; I think it would be useful to have some role of Parliament in the choice of deputy governors. As you say, as it is, maybe the governor has a little too much power, and as a result, the people who get chosen will be people who will agree with the way the governor thinks.

**Senator Gignac:** Thank you.

**The Chair:** We did hear some testimony last week on the bank's behaviour during COVID and the funding of the federal government expenditures. Did you watch that closely? Do you have a view? People were suggesting they should have had a much shorter leash on the government in terms of repayment.

**Mr. Williamson:** I didn't see that. Tell me again. A shorter leash in terms of —

**The Chair:** The concern was that — I'll put it in quotation marks — “the printing of money” just carried on, and because people didn't see an end date, they didn't say, “Okay, this is a one-year thing or a six-month thing.” It just carried on. That's what then led to the spiralling at the end. I'd just like your views as you sit back and watch the behaviour of the bank and, I guess, if you have a view on the government as well during that critical time.

**Mr. Williamson:** I think you're talking about the expansion in the bank's balance sheet.

**The Chair:** Exactly.

**Mr. Williamson:** Quantitative easing, in other words, is something we didn't do following the financial crisis, as a lot of countries in the world did. There was a lot of quantitative easing in Japan, Switzerland and the United States, but the Bank of Canada did it for the first time during COVID.

**Le sénateur Gignac :** Nous savons que la structure canadienne est différente de celle de la Réserve fédérale. Cependant, vous conviendrez avec moi que nous devons trouver un moyen au Canada pour qu'au moins, à un moment donné, par exemple, le Sénat et les parlementaires aient l'occasion d'en discuter avant que le sous-gouverneur et même le membre externe ne soient officiellement nommés. Car pour l'instant, très franchement, nous ne jouons aucun rôle. C'est le gouverneur de la Banque du Canada qui décide qui sont les collègues à la table. Nous pourrions améliorer les choses sur le plan de la reddition de comptes et de la transparence si nous trouvions un processus qui ressemble davantage à celui qui existe aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Êtes-vous d'accord avec moi?

**M. Williamson :** Oui, je pense que c'est juste. Il serait en effet utile que le Parlement joue un certain rôle dans le choix des sous-gouverneurs. Comme vous le dites, dans la situation actuelle, le gouverneur a peut-être un peu trop de pouvoir et, par conséquent, les gens qui seront choisis seront des personnes qui approuvent les idées du gouverneur.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

**La présidente :** La semaine dernière, des témoins ont parlé du comportement de la banque pendant la pandémie de COVID et du financement des dépenses du gouvernement fédéral. Avez-vous suivi cela de près? Avez-vous un avis sur la question? Des gens disaient que la marge de manœuvre aurait dû être beaucoup moins grande en ce qui concerne le remboursement.

**M. Williamson :** Je n'ai pas vu cela. J'aimerais que vous le répétiez. Une marge de manœuvre moins grande en ce qui concerne...

**La présidente :** Le problème, c'était que l'on continuait à — et je mets le tout entre guillemets — « imprimer de l'argent », et parce que les gens ne voyaient pas de date de fin, ils ne se disaient pas « d'accord, c'est pour un an ou six mois ». Cela a simplement continué. C'est ce qui a conduit à la spirale à la fin. J'aimerais connaître votre point de vue sur le comportement de la banque et, je suppose, j'aimerais savoir si vous avez également une opinion sur ce qu'a fait le gouvernement au cours de cette période difficile.

**M. Williamson :** Je pense que vous parlez de l'expansion du bilan de la banque.

**La présidente :** Exactement.

**M. Williamson :** L'assouplissement quantitatif, en d'autres termes, est un outil que nous n'avons pas utilisé à la suite de la crise financière, contrairement à bien d'autres pays. On y a eu grandement recours au Japon, en Suisse et aux États-Unis, mais c'est pendant la COVID que la Banque du Canada l'a utilisé pour la première fois.

I don't think it contributed to inflation. Essentially, it is kind of like debt management. If you were to quarrel with it, you might say it's like the Bank of Canada stepping into the federal government's role as a debt manager. There is debt management policy that comes out of the Department of Finance, which is basically managing the structure of outstanding government debt by deciding when you have to finance a deficit, whether you are going to issue long-maturity debt, short-maturity debt, debt or whatever.

What the bank did, essentially, was buy long-maturity government debt with overnight settlement balances held by banks. That's interest-bearing stuff. It's more like short-term government debt than money. It's not something that is used out there in retail payments that you use as a means of payment in consumer spending. It just sits and earns interest overnight. It's more like short-term government debt.

If you were to quarrel with them, you might say, "Well, the Bank of Canada decided it is going to do debt management. How come they are doing that? Shouldn't that be something that the Department of Finance is concerned with?"

**The Chair:** What do you think of that?

**Mr. Williamson:** It's not such a great idea. Maybe the bank doesn't actually have the instruments to do it, because the only instrument that they have are settlement balances, which get locked up in the banking system. Maybe it's not a big effect, but it could actually have a negative effect. Here is the bank swapping settlement balances for government debt, which is useful stuff in financial markets. It gets traded around and used as collateral in overnight credit markets — very useful stuff is government debt. We could be doing a bad thing, but I don't think it contributed to inflation.

**The Chair:** Thank you.

**Senator Varone:** It seems that we have an economic crisis around the corner every single week in Canada. I'm concerned about just a single mandate being in the tool box of the Governor of the Bank of Canada. We have heard testimony about expanding that to a dual mandate. One witness said that we need to give them tools on the money supply.

Again, there was yesterday's announcement from future President Trump about a 25% tariff. Does the Bank of Canada, in your opinion, have enough tools in its tool box to be effective against these crises that seem to be coming every week?

**Mr. Williamson:** It's a good question. What is implicit in what you're saying is there are many things that the bank would have to worry about in the future. Many of those things, we can't anticipate. It's very hard to write them down in some kind of

Je ne pense pas que cette mesure ait contribué à l'inflation. En fait, c'est un peu comme la gestion de la dette. Si l'on devait ne pas être d'accord, on pourrait dire que c'est comme si la Banque du Canada assumait le rôle du gouvernement fédéral en tant que gestionnaire de la dette. Il existe une politique de gestion de la dette émanant du ministère des Finances, qui consiste essentiellement à gérer la structure de l'encours de la dette publique en décidant, lorsqu'il faut financer un déficit, si l'on va émettre des titres de créance à longue échéance ou à courte échéance, des titres de créance, ou peu importe.

Essentiellement, la banque a acheté des titres de la dette publique à longue échéance avec des soldes de règlement à un jour détenus par les banques. Il s'agit de choses portant intérêt. On parle plus d'une dette publique à court terme que d'argent. Ce n'est pas quelque chose qui est utilisé dans les paiements de détail, que l'on utilise comme moyen de paiement dans les dépenses de consommation. Cela ne fait que produire des intérêts. Il s'agit plutôt d'une dette publique à court terme.

Si l'on devait ne pas être d'accord, on pourrait dire : « Eh bien, la Banque du Canada a décidé qu'elle allait s'occuper de la gestion de la dette. Comment se fait-il qu'elle le fasse? Cela ne devrait-il pas être du ressort du ministère des Finances? »

**La présidente :** Qu'en pensez-vous?

**M. Williamson :** Ce n'est pas une très bonne idée. Peut-être que la banque n'a pas vraiment les instruments pour le faire, parce que le seul dont elle dispose, ce sont les soldes de règlement, qui sont bloqués dans le système bancaire. L'effet n'est peut-être pas très important, mais il pourrait en fait être négatif. Ici, la banque échange des soldes de règlement contre des titres de la dette publique, ce qui est utile sur les marchés financiers. C'est échangé et utilisé comme garantie sur les marchés du crédit à un jour — la dette publique est un élément très utile. Nous pourrions faire une mauvaise chose, mais je ne pense pas que cela ait contribué à l'inflation.

**La présidente :** Merci.

**Le sénateur Varone :** Il semble qu'une crise économique soit imminente chaque semaine au Canada. Je suis préoccupé par le fait que le gouverneur de la Banque du Canada ait un mandat unique. Des témoins nous ont parlé de l'idée d'en faire un double mandat. Un témoin a dit que nous devons donner à la banque des outils pour gérer la masse monétaire.

Encore une fois, le futur président Trump a annoncé hier qu'il imposerait des droits de douane de 25 %. À votre avis, la Banque du Canada a-t-elle suffisamment d'outils pour contrer efficacement les crises qui semblent survenir chaque semaine?

**M. Williamson :** C'est une bonne question. Ce qui est implicite dans ce que vous dites, c'est que la banque devrait se soucier de beaucoup de choses à l'avenir. Dans bien des cas, nous ne pouvons pas les anticiper. Il est très difficile de les

mandate for the bank. We could say financial stability is a goal. What else? I don't know. There could be many things.

As you say, there are always unique things that happen. It's very hard for you to specify in advance exactly how the bank should be thinking about these things. To some extent, you have to give them the latitude to make decisions on the spot about those things, but you're right; we're faced with some very serious problems coming up. The new administration in the United States is very unpredictable, and God knows what we're dealing with here.

At one time, the bank thought it was a good idea — maybe before inflation targeting — to pay a lot of attention to the U.S.-Canada exchange rate. I think successfully what they have done is taken the focus away from that. Now the idea is in targeting inflation, so if they're successful at targeting inflation, the exchange rate kind of looks after itself. That's proven to be the case.

I think I said this before that inflation is something that in fact the bank can control. We have seen an episode where that got out of control for reasons that were, I think, beyond the scope of monetary policy. Essentially, COVID caused inflation basically; that's roughly speaking.

To some extent, if the bank is successful in targeting inflation at 2%, that just looks after a lot of other problems indirectly.

**The Chair:** Thank you.

**Senator Gignac:** I will shift topics. We have three aspects that we analyze here at the Senate Banking Committee. The first is the mandate, the second is the 2% target and the third is the Bank of Canada's preferred measures of the underlying core inflation. Since you are the specialist, you will remember that for 15 years, they've had what they call the CPIX, which is the consumer price index, or CPI, excluding eight volatile components. Then, all of a sudden in 2016 or 2017, they dropped that and went with the three preferred measures: CPI-common, CPI-median and CPI-trim. After a while, they dropped the CPI-common. Anyway, it's complicated. I'm an economist, but I even have difficulty explaining what the CPI-trim is.

Is there any word about that? The Swedish central bank uses CPI excluding interest rate because the central bank affects the interest rate, so they'll remove the mortgage rate, if you want, to measure the underlying inflation. Do you believe it's still relevant to maintain the Bank of Canada's current preferred measures of core inflation, or would it be well advised to consider other approaches, like the Swedish central bank's

inscrire dans une sorte de mandat pour la banque. Nous pourrions dire que la stabilité financière est un objectif. Quoi d'autre? Je n'en sais rien. Il pourrait y avoir de nombreux éléments.

Comme vous le dites, il y a toujours des situations uniques qui se produisent. Il est très difficile de préciser à l'avance comment la banque doit les envisager. Dans une certaine mesure, il faut lui laisser la souplesse nécessaire pour prendre des décisions sur-le-champ, mais vous avez raison de dire que nous sommes confrontés à de très graves problèmes. La nouvelle administration américaine est très imprévisible et Dieu seul sait à quoi nous avons affaire ici.

À un moment donné, la banque a pensé que c'était une bonne idée — peut-être avant le ciblage de l'inflation — de porter beaucoup d'attention au taux de change entre les États-Unis et le Canada. Je pense que ce qu'on a réussi à faire, c'est détourner l'attention de cette question. L'idée, maintenant, c'est de cibler l'inflation, de sorte que si l'on réussit à le faire, le taux de change s'arrangera tout seul en quelque sorte. Cela s'est avéré être le cas.

Je pense avoir déjà dit que l'inflation est quelque chose que la banque peut contrôler. Nous avons assisté à un épisode où l'inflation est devenue incontrôlable pour des raisons qui, à mon avis, dépassaient le cadre de la politique monétaire. En gros, la COVID a provoqué l'inflation.

Dans une certaine mesure, si la banque réussit à cibler l'inflation à 2 %, elle règle indirectement beaucoup d'autres problèmes.

**La présidente :** Merci.

**Le sénateur Gignac :** Je vais changer de sujet. Il y a trois aspects que nous analysons au sein du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce : le mandat, la cible de 2 % et les mesures privilégiées de l'inflation sous-jacente, de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada. Puisque vous êtes un spécialiste, vous vous souviendrez que pendant 15 ans, la banque a eu la mesure qu'on appelle l'IPCX, c'est-à-dire l'indice des prix à la consommation de référence, ou IPC, qui exclut huit composantes volatiles. Puis, tout d'un coup, en 2016 ou en 2017, elle l'a abandonnée pour passer aux trois mesures privilégiées : l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq. Au bout d'un certain temps, elle a abandonné l'IPC-comm. Quoi qu'il en soit, c'est compliqué. Je suis économiste, mais j'ai même du mal à expliquer ce qu'est l'IPC-tronq.

Y a-t-il quelque chose à dire à ce sujet? La banque centrale de la Suède utilise l'IPC excluant le taux d'intérêt parce que la banque centrale influe sur le taux d'intérêt, donc elle retire le taux hypothécaire, si l'on veut, pour mesurer l'inflation sous-jacente. Croyez-vous qu'il soit toujours pertinent de maintenir les mesures privilégiées de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada, ou serait-elle bien avisée d'envisager d'autres

approach to exclude the debt services since the central bank affects debt services? Do you know what I mean?

**Mr. Williamson:** It's not surprising that you find this confusing. You should find it confusing. That's not good. I think all these alternative measures of inflation are not helpful. It doesn't help in the bank's communication with the public, with you or with anybody.

The logic behind it was there are some things that affect inflation that are temporary, so by stripping some prices out of the CPI, you might strip out things that are genuinely temporary. The first notion of this was to take out food and energy because that was from the 1970s, and those were highly volatile. Why don't we take those things away?

Of course, the problem is that maybe sometimes oil prices go up or energy prices go up and that's permanent, so it's some purely statistical procedure that you're using to exclude some things. It's not always going to work very well.

There's another argument that says, "Maybe I want to look at core measures because there is a statistical argument." If you're the Bank of Canada and you're trying to target inflation, you don't care what the last measure of inflation is because you can't do anything about it. That's done. What you care about is your forecast of inflation, so you want to do as good a job as you can of forecasting what inflation is going to be in the future. Then you want to be able to understand what effect your actions are going to have on the inflation rate in the future.

There was an argument that said, "Maybe these core measures are better forecasts than actual headline CPI inflation of future inflation." That's not always true either. If you wanted to forecast future inflation, you look at everything. You wouldn't just strip some prices out of the CPI to try to do that. I am a little skeptical of the use of so-called core measures.

As you say, it could be there is something wrong with the CPI as measured. That may be a problem for Statistics Canada. We include effective mortgage rates and the cost of housing, and maybe in terms of economic theory, it's just the wrong way to be constructing the index —

**The Chair:** We'll go to Senator Gignac's follow-up here.

**Senator Gignac:** Thank you. In plain English, you're recommending that we, as a committee, do not spend too much time on this measure of core inflation because at the end of the day, Canadians pay the overall inflation. This is the most

approches, comme celle de la banque centrale de la Suède, qui exclut le service de la dette puisque la banque centrale influe sur le service de la dette? Voyez-vous ce que je veux dire?

**M. Williamson :** Il n'est pas surprenant que vous trouviez cela déroutant. C'est normal. Ce n'est pas une bonne chose. Je pense que toutes ces autres mesures de l'inflation ne sont pas utiles. Elles n'aident pas la banque à communiquer avec le public, avec vous ou avec n'importe qui d'autre.

La logique sous-jacente était que certains des éléments qui ont une incidence sur l'inflation sont temporaires, de sorte qu'en retirant certains prix de l'IPC, on pourrait retirer des éléments qui sont réellement temporaires. La première idée était de retirer les composantes des aliments et de l'énergie parce que cela datait des années 1970 et qu'elles étaient très volatiles. Pourquoi ne pas les enlever?

Bien sûr, le problème, c'est que parfois les prix du pétrole ou de l'énergie augmentent et que c'est permanent. C'est donc une procédure purement statistique que l'on utilise pour exclure certains éléments. Cela ne fonctionnera pas toujours très bien.

Par ailleurs, on fait valoir qu'on veut peut-être regarder les mesures fondamentales parce qu'il y a un argument de nature statistique. Si vous êtes la Banque du Canada et que vous essayez de cibler l'inflation, vous ne vous souciez pas de ce qu'est la dernière mesure de l'inflation parce que vous ne pouvez rien y faire. C'est fait. Ce qui compte, ce sont les prévisions sur l'inflation et vous voulez donc faire le meilleur travail possible pour prévoir ce que sera l'inflation à l'avenir. Ensuite, vous voulez être en mesure de comprendre l'effet que vos mesures auront sur le taux d'inflation à l'avenir.

Un argument a été avancé selon lequel peut-être que ces mesures fondamentales constituent de meilleures prévisions par rapport à l'inflation mesurée par l'IPC global. Ce n'est pas toujours vrai non plus. Si l'on veut prévoir l'inflation, il faut tout prendre en compte. On ne retirerait pas simplement certains prix de l'IPC pour essayer de le faire. Je suis un peu sceptique quant à l'utilisation de ce que l'on appelle des mesures fondamentales.

Comme vous le dites, il se pourrait que quelque chose ne fonctionne pas avec l'IPC tel qu'il est mesuré. C'est peut-être un problème pour Statistique Canada. Nous incluons le taux hypothécaire effectif et le coût du logement, et peut-être que, du point de vue de la théorie économique, ce n'est tout simplement pas la bonne façon de construire l'indice...

**La présidente :** Nous allons passer de nouveau au sénateur Gignac.

**Le sénateur Gignac :** Merci. En termes simples, vous recommandez au comité de ne pas consacrer trop de temps à cette mesure de l'inflation fondamentale parce qu'en fin de compte, les Canadiens paient l'inflation en général. C'est

important thing. We could question Statistics Canada more. We have questioned them on the housing side.

I appreciate your answer because I found that so confusing. When we want to compare core inflation in Canada with core inflation in the U.S., they have different measures on both sides. If I understand correctly, we don't need to spend too much time regarding any recommendation on that third topic of our mandate.

**Mr. Williamson:** Yes, I agree.

**The Chair:** Just to wrap up the questions here, you began your remarks today by saying that all things being equal, everything seems to be working more or less. But if you could do one or two things that would make the bank and its relationship with the public more effective, what would those one or two things be, if we could just have a quick, short summary?

**Mr. Williamson:** Some of the things that came up today helped me think about it. There is room for more transparency and more input into how the members of the governing council get chosen. I think the bank does a pretty good job of going out and explaining itself, but part of the way the governing council is chosen, it makes public statements from different members of the governing council all sound the same. They are kind of all on the same page. We maybe don't have so much diversity of opinion coming out of the bank.

**The Chair:** Okay. That's very helpful. Any quick final points here? We're good. That's been most helpful —

**Senator Fridhandler:** We didn't address whether you think there are specific things that need to be amended or supplemented in the Bank Act or in the agreement that the bank enters into with the Government of Canada. Are there things that bother you that aren't there or should be there?

**Mr. Williamson:** The agreement, I think, is fine as is. Some of the stuff that we talked about to do with the governance, I think, relates to the Bank Act, right? There's how bank officials get chosen and members of the governing council — that's Bank Act material.

**The Chair:** That is very helpful. Thank you for being with us today as we continue our study of the mandate of the bank. We appreciate your time and insight. We've been looking at this for a long time.

l'élément le plus important. Nous pourrions interroger davantage Statistique Canada. Nous l'avons fait au sujet du logement.

Je vous remercie de votre réponse, car j'ai trouvé cela tellement déroutant. Lorsqu'il s'agit de comparer le Canada et les États-Unis sur le plan de l'inflation fondamentale, les mesures sont différentes de part et d'autre. Si je comprends bien, nous n'avons pas besoin de consacrer trop de temps à la formulation d'une recommandation sur ce troisième sujet de notre mandat.

**M. Williamson :** Oui, je suis de cet avis.

**La présidente :** Pour conclure les questions, je dirai que vous avez commencé vos observations aujourd'hui en disant que toutes choses étant égales par ailleurs, tout semble fonctionner plus ou moins. Mais si vous pouviez faire une ou deux choses qui pourraient améliorer l'efficacité de la banque et de ses relations avec le public, que feriez-vous, brièvement?

**M. Williamson :** Certaines des questions qui ont été soulevées aujourd'hui m'ont aidé à y réfléchir. Il y a moyen de renforcer la transparence et la contribution quant à la façon dont les membres du conseil de direction sont choisis. Je pense que la banque fait un assez bon travail d'explication, mais une partie de la façon dont le conseil de direction est constitué fait que les déclarations publiques des différents membres du conseil de direction se ressemblent toutes. Ils sont en quelque sorte tous sur la même longueur d'onde. Les opinions exprimées par la banque ne sont peut-être pas aussi diversifiées.

**La présidente :** D'accord. C'est très utile. Y a-t-il de derniers points à soulever brièvement? C'est bon. Votre témoignage a été très utile...

**Le sénateur Fridhandler :** Nous ne vous avons pas demandé si, à votre avis, des éléments précis doivent être modifiés ou ajoutés dans la Loi sur les banques ou dans l'accord que la banque a conclu avec le gouvernement du Canada. Y a-t-il des choses qui vous préoccupent et qui n'y figurent pas ou qui devraient y figurer?

**M. Williamson :** Je pense que l'accord actuel est correct. Certains des éléments dont nous avons parlé au sujet de la gouvernance sont liés à la Loi sur les banques, n'est-ce pas? Il y a la façon dont les responsables de la banque sont choisis et les membres du conseil de direction — c'est du domaine de la Loi sur les banques.

**La présidente :** C'est très utile. Je vous remercie d'avoir témoigné aujourd'hui dans le cadre de notre étude sur le mandat de la banque. Nous vous remercions de nous avoir accordé du temps et de nous avoir donné votre point de vue. Nous examinons la question depuis longtemps.

Thank you, Dr. Stephen Williamson, Professor and Stephen A. Jarislowsky Chair in Central Banking at the University of Western Ontario. We will seek you out again as we continue this study in the new year.

Ladies and gentlemen, that is the end of our meeting. For reference, we have one witness tomorrow, and then we will take a look at our interim report. Thanks very much.

(The committee adjourned.)

Merci, monsieur Stephen Williamson, professeur et titulaire de la chaire Stephen A. Jarislowsky en banque centrale à l'Université Western. Nous solliciterons votre aide à nouveau dans le cadre de cette étude qui se poursuivra au cours de la nouvelle année.

Mesdames et messieurs, c'est ainsi que se termine notre réunion. À titre d'information, demain, nous entendrons un témoin, puis nous examinerons notre rapport provisoire. Merci beaucoup.

(La séance est levée.)

---