

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, November 6, 2025

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met this day at 10:30 a.m. [ET] to examine and report on matters relating to banking, commerce and the economy in general; and in camera to examine and report on Canada's housing crisis and challenges currently facing Canadian home buyers, with a particular focus on government taxes, fees and levies, and to consider a draft report; and in camera to consider a draft agenda (future business).

Senator Clément Gignac (Chair) in the chair.

[*Translation*]

The Chair: Honourable senators, my name is Clément Gignac. I am a senator from Quebec and chair of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy.

I would like to welcome everyone with us today, as well as those watching online at sencanada.ca. Before proceeding any further, I would kindly ask my fellow committee members to introduce themselves.

[*English*]

Senator Varone: Toni Varone, Ontario.

Senator Loffreda: Tony Loffreda, Montreal, Quebec.

Senator Fridhandler: Daryl Fridhandler, Alberta.

[*Translation*]

Senator Henkel: Hello. I'm Danièle Henkel from Alma, Quebec.

Senator Ringuette: Pierrette Ringuette from New Brunswick.

[*English*]

Senator Yussuff: Hassan Yussuff, Ontario.

Senator McBean: Marnie McBean, Ontario.

Senator C. Deacon: Colin Deacon, Nova Scotia.

Senator Wallin: Pamela Wallin, Saskatchewan.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 6 novembre 2025

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 10 h 30 (HE), pour examiner, afin d'en faire rapport, toute question concernant les banques, le commerce et l'économie en général; et à huis clos, pour étudier, afin d'en faire rapport, la crise du logement au Canada et les défis auxquels sont actuellement confrontés les acheteurs d'habitations canadiens, en mettant particulièrement l'accent sur les taxes, les frais et les prélèvements gouvernementaux, et pour étudier une ébauche de rapport; et à huis clos, pour étudier un projet d'ordre du jour (travaux futurs).

Le sénateur Clément Gignac (président) occupe le fauteuil.

[*Français*]

Le président : Bonjour, honorables sénatrices et sénateurs. Je m'appelle Clément Gignac, je suis un sénateur du Québec et je suis président du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie.

J'aimerais souhaiter la bienvenue à tous ceux qui sont avec nous en présentiel ainsi qu'à celles et ceux qui nous écoutent à partir du site Web sencanada.ca. Avant de continuer, je demanderais à mes collègues du comité de bien vouloir se présenter.

[*Traduction*]

Le sénateur Varone : Toni Varone, de l'Ontario.

Le sénateur Loffreda : Tony Loffreda, de Montréal, au Québec.

Le sénateur Fridhandler : Daryl Fridhandler, de l'Alberta.

[*Français*]

La sénatrice Henkel : Bonjour. Danièle Henkel, de la région d'Alma, au Québec.

La sénatrice Ringuette : Pierrette Ringuette, du Nouveau-Brunswick.

[*Traduction*]

Le sénateur Yussuff : Hassan Yussuff, de l'Ontario.

Le sénatrice McBean : Marnie McBean, de l'Ontario.

Le sénateur C. Deacon : Colin Deacon, de la Nouvelle-Écosse.

Le sénatrice Wallin : Pamela Wallin, de la Saskatchewan.

Senator Marshall: Elizabeth Marshall, Newfoundland and Labrador.

Senator Martin: Yonah Martin, British Columbia.

[*Translation*]

The Chair: We are pleased to welcome Governor Tiff Macklem and Senior Deputy Governor Carolyn Rogers of the Bank of Canada in person.

Mr. Macklem, I invite you to deliver your opening statement. Your remarks will be followed by a question period. Mr. Macklem, you have the floor. Welcome.

Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada: Thank you, Mr. Chair. It is a real pleasure to be back in the Senate.

[*English*]

I'm very pleased to be here with Senior Deputy Governor, Carolyn Rogers, to talk about our monetary policy decision and our economic outlook.

Last week we lowered the policy interest rate 25 basis points, bringing it to 2.25%. This was our second straight cut and reflects ongoing weakness in the economy and contained inflationary pressures. We also published our outlook for the Canadian economy.

We have four main messages. First, U.S. tariffs and trade uncertainty have weakened the Canadian economy. We expect very modest growth through the rest of the year with some pick up in 2026.

Second, while this weakness is restraining price increases, the trade conflict is also adding costs for many businesses, putting upward pressure on inflation. We expect these opposing forces to roughly offset, keeping inflation close to the 2% target.

Third, to support the economy through this period of adjustment, we have lowered our policy rate by 100 basis points since the start of the year.

Finally, the weakness we're seeing in the Canadian economy is more than a cyclical downturn. It is also a structural transition.

U.S. trade restrictions have diminished Canada's economic prospects. The structural damage caused by tariffs is reducing our productive capacity and adding costs. This limits the ability

La sénatrice Marshall : Elizabeth Marshall, de Terre-Neuve-et-Labrador.

La sénatrice Martin : Yonah Martin, de la Colombie-Britannique.

[*Français*]

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

Monsieur Macklem, je vous invite à prononcer votre déclaration d'ouverture. Votre intervention sera suivie d'une période de questions. Monsieur Macklem, la parole est à vous. Bienvenue.

Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada : Merci, monsieur le président. C'est un grand plaisir d'être de retour au Sénat.

[*Traduction*]

Je suis ravi d'être ici en compagnie de la première sous-gouverneure, Carolyn Rogers, pour parler de notre décision de politique monétaire ainsi que de nos perspectives économiques.

La semaine dernière, nous avons réduit le taux directeur de 25 points de base pour le faire passer à 2,25 %. C'était une deuxième baisse de suite, qui reflète la faiblesse actuelle de l'économie et le fait que les pressions inflationnistes sont contenues. Nous avons également publié nos perspectives pour l'économie canadienne.

Nous avons quatre grands messages. Premièrement, les droits de douane américains et l'incertitude commerciale ont affaibli l'économie canadienne. La croissance devrait être très modeste jusqu'à la fin de l'année, puis se redresser un peu en 2026.

Deuxièmement, même si la faiblesse de l'économie limite les hausses de prix, le conflit commercial entraîne aussi des coûts supplémentaires pour beaucoup d'entreprises. Cela crée des pressions à la hausse sur l'inflation. Ces forces opposées devraient plus ou moins s'équilibrer, ce qui gardera l'inflation proche de la cible de 2 %.

Troisièmement, pour soutenir l'économie durant cette période d'ajustement, nous avons réduit le taux directeur de 100 points de base depuis le début de l'année.

Enfin, la faiblesse que nous observons dans l'économie canadienne est plus qu'un ralentissement cyclique. C'est aussi une transition structurelle.

Les restrictions commerciales américaines ont affaibli les perspectives économiques du Canada. Les dommages structurels causés par les droits de douane réduisent notre capacité de

of monetary policy to boost demand while maintaining low inflation.

Let me now turn to economic conditions. While U.S. trade policy remains unpredictable, its impacts are becoming clearer.

[Translation]

Canada's gross domestic product, or GDP, shrank by 1.6% in the second quarter. The mix of tariffs and uncertainty have resulted in a drop in both exports and business investment. American trade measures are having a profound impact on targeted sectors, including automotive, steel, aluminum and lumber. Household spending was resilient in the second quarter, with robust consumer spending and an increase in residential investment.

The labour market is tight. Gains in September followed two months of substantial losses. The unemployment rate remained at 7.1% in September, and wage growth slowed.

GDP growth is expected to pick up in the second half of the year, but remain weak at around 0.75% on average. It should then pick up in 2026, on a quarterly basis, thanks to a recovery in exports and investment. It should average approximately 1.5% by 2027. This assumes that the supply glut will be absorbed, but gradually.

Inflation measured by the consumer price index, or CPI, stood at 2.4% in September. This was slightly higher than the bank's forecast. The bank's favoured core inflation measures remained around 3%, but the upward trend has slowed. Analysis of a broader range of indicators seems to show that underlying inflation is approximately 2.5%. According to the bank, inflationary pressures are expected to ease in the coming months, and CPI inflation is expected to remain close to 2% over the projection period.

[English]

If the economy evolves roughly in line with this projection, the Governing Council sees the current policy rate at about the right level to keep inflation close to 2% while helping the economy through this period of structural adjustment. We will be assessing incoming data carefully relative to the Bank of Canada's outlook. If the outlook changes, we are prepared to respond.

production et amènent des coûts supplémentaires. Cela limite la capacité de la politique monétaire à stimuler la demande tout en maintenant l'inflation à un bas niveau.

Parlons maintenant des conditions économiques. Même si la politique commerciale des États-Unis demeure imprévisible, ses conséquences, elles, apparaissent plus clairement.

[Français]

Le produit intérieur brut (PIB) du Canada s'est contracté de 1,6 % au deuxième trimestre. Les droits de douane et l'incertitude ont fait baisser les exportations et les investissements des entreprises. Les mesures commerciales américaines ont de profonds effets sur les secteurs visés, dont l'automobile, l'acier, l'aluminium et le bois d'œuvre. Les dépenses des ménages ont été résilientes au deuxième trimestre, avec des dépenses de consommation vigoureuses et une augmentation de l'investissement résidentiel.

Le marché du travail est détendu. Les gains enregistrés en septembre ont fait suite à deux mois de pertes substantielles. Le taux de chômage est resté à 7,1 % en septembre, et la croissance des salaires a ralenti.

La croissance du PIB devrait reprendre dans la deuxième moitié de l'année, mais demeurer faible et avoisiner 0,75 % en moyenne. Elle devrait ensuite se redresser en 2026, sur une base trimestrielle, grâce à la reprise des exportations et des investissements. Elle devrait tourner autour de 1,5 % en moyenne d'ici 2027. Cela suppose que l'offre excédentaire va se résorber, mais graduellement.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est chiffrée à 2,4 % en septembre. C'était légèrement supérieur aux prévisions de la banque. Les mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la banque se sont maintenues autour de 3 %, mais la tendance à la hausse s'est essoufflée. L'analyse d'un plus large éventail d'indicateurs semble montrer que l'inflation sous-jacente est autour de 2,5 %. Selon la banque, les pressions inflationnistes devraient s'atténuer dans les mois à venir, et l'inflation mesurée par l'IPC devrait rester près de 2 % pendant la période de projection.

[Traduction]

Pourvu que l'économie évolue de manière généralement conforme à ces prévisions, le Conseil de direction considère que le taux directeur actuel est essentiellement au niveau approprié pour garder l'inflation près de 2 % tout en aidant l'économie à traverser cette période d'ajustement structurel. Nous allons évaluer attentivement les nouvelles données par rapport aux prévisions de la Banque du Canada. Si les perspectives changent, nous sommes prêts à réagir.

For many months, we have been stressing that monetary policy cannot undo the damage caused by tariffs. Trade friction means our economy will work less efficiently, with higher costs and less income. Even as economic growth recovers, the entire path for the GDP is lower than it was before the swerve in U.S. trade policy.

Monetary policy can help the economy adjust as long as inflation is well controlled, but it cannot restore the economy to its pre-tariff path.

However, I will add that there are things this country can do to get on a higher path. We don't need to accept a lower standard of living, and we shouldn't.

Our focus at the Bank of Canada is on ensuring Canadians continue to have confidence in price stability through this period of global upheaval.

[Translation]

With that, we are ready for your questions.

The Chair: Thank you, governor.

[English]

Senator Varone: I had four questions, but after your opening remarks, I cancelled three of them. I am interested in this one item. What are the foreign monkey wrenches that can be thrown at Canada that will unsettle your policy outlook?

Mr. Macklem: Foreign ones?

Senator Varone: Yes.

Mr. Macklem: The biggest and most ever-present danger is what happens to the U.S. trade policy. You've seen on-and off-again negotiations. The Canada-United States-Mexico Agreement, or CUSMA, is up for review next year. That process is now underway. If we were to see a material escalation of U.S. tariffs against Canada, that would have a very material impact on our outlook. It would be substantially weaker.

We published a scenario in July which gives a picture of what that could look like. In that scenario there was a recession in Canada.

Globally financial markets are very buoyant. By many metrics, equity prices look stretched. Corporate credit spreads are very narrow against a background of elevated uncertainty. We don't give investment advice, and this isn't a prediction, but that does raise the risk that if there were a change in sentiment about the

Depuis des mois, nous insistons pour dire que la politique monétaire ne peut pas réparer les dommages causés par les droits de douane. Les frictions commerciales avec les États-Unis vont entraîner pour notre économie une perte d'efficience, des coûts plus élevés et des revenus plus bas. Même si la croissance économique se redresse, la trajectoire globale du PIB est plus faible qu'elle ne l'était avant le revirement de la politique commerciale américaine.

La politique monétaire peut aider l'économie à s'ajuster tant que l'inflation est bien maîtrisée. Mais elle ne peut pas la remettre sur la même trajectoire qu'avant les mesures tarifaires.

Cependant, j'ajouterais qu'il y a des mesures que ce pays peut prendre pour s'engager sur une voie plus favorable. Nous n'avons pas à accepter un niveau de vie inférieur et nous ne le devrions pas.

À la Banque du Canada, notre priorité est de préserver la confiance des Canadiens et des Canadiennes dans la stabilité des prix pendant cette période de bouleversements mondiaux.

[Français]

Sur ce, nous sommes prêts à répondre à vos questions.

Le président : Merci, monsieur le gouverneur.

[Traduction]

Le sénateur Varone : J'avais quatre questions, mais après avoir entendu votre déclaration préliminaire, j'en ai éliminé trois. J'aimerais savoir une chose. Quels sont les obstacles étrangers qui pourraient perturber vos perspectives?

M. Macklem : Les obstacles étrangers?

Le sénateur Varone : Oui.

M. Macklem : Le danger le plus important et le plus constant concerne ce qui se passe au chapitre de la politique commerciale américaine. Les négociations ont été interrompues à plusieurs reprises. L'Accord Canada—États-Unis—Mexique, ou l'ACEUM, doit faire l'objet d'un examen l'année prochaine. Le processus est en cours. Si les droits de douane américains imposés au Canada devaient augmenter considérablement, nos perspectives s'en trouveraient fortement modifiées. Elles seraient nettement plus faibles.

En juillet, nous avons publié un scénario qui donne une idée de ce qui pourrait se produire. Dans ce scénario, le Canada était en récession.

Les marchés financiers sont très dynamiques. Selon de nombreux indicateurs, les prix des actions semblent très élevés. Les écarts de taux sur les obligations de sociétés sont très faibles dans un contexte d'incertitude élevée. Nous ne donnons pas de conseils en matière d'investissement et il ne s'agit pas d'une

payoff from AI, you could see a sharp downdraught in markets, corporate spreads widening and a sharp tightening in financial conditions. Again, that would negatively impact the outlook. Those are a couple of prominent ones.

prévision, mais cela augmente le risque que, si le sentiment à l'égard des retombées de l'IA venait à changer, on assiste à une forte baisse des marchés, à un élargissement des écarts sur les obligations de sociétés et à un resserrement marqué des conditions financières. Encore une fois, cette situation aurait des effets négatifs sur les perspectives. Ce sont là quelques exemples importants.

Senator Varone: Chief Justice Roberts commented yesterday outside the Supreme Court of the United States about his take on tariffs, which was negative to Trump. Regardless of which way the Supreme Court decides, positive or negative, are you equipped to deal with that? I ask because whenever they release their decision, that's going to be an immediate hammer that Canada's going to be facing.

Mr. Macklem: We've been dealing now with on-again-off-again tariffs.

We have very steep tariffs on a number of sectors in Canada. We've been dealing with it. Regardless of the Supreme Court ruling, I expect we're going to be dealing with it for some time.

Le sénateur Varone : Hier, à l'extérieur de la Cour suprême des États-Unis, le juge en chef Roberts a fait part de son opinion sur les droits de douane, qui était défavorable à Trump. Que la décision de la Cour suprême soit positive ou négative, êtes-vous prêt à réagir? Je pose la question parce que, dès que la décision sera rendue, elle aura des répercussions sur le Canada.

M. Macklem : Nous sommes actuellement confrontés à des droits de douane intermittents.

Un certain nombre de secteurs au Canada sont soumis à des droits de douane très élevés. C'est la situation dans laquelle nous sommes. Quelle que soit la décision de la Cour suprême, je pense que nous allons devoir continuer de gérer la situation pendant un certain temps.

La sénatrice Marshall : Monsieur le gouverneur, madame la sous-gouverneure, je vous remercie de votre présence. Je voudrais parler de l'assouplissement quantitatif. Dans les renseignements financiers que vous fournissez chaque semaine, on constate une très légère hausse concernant les obligations du gouvernement du Canada et une diminution pour ce qui est des conventions d'indemnisation. Achetez-vous davantage d'obligations ou s'agit-il simplement d'un lien entre les conventions d'indemnisation et les obligations du gouvernement du Canada?

Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada : C'est la deuxième hypothèse. Il est important de distinguer l'achat d'obligations dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de la gestion normale de notre bilan. On nous a posé la question hier. Nous venons d'en discuter. Il s'agit d'un équilibrage normal de notre bilan, qui consiste à faire correspondre les actifs et les passifs.

La sénatrice Marshall : Envisagez-vous actuellement de recourir à l'assouplissement quantitatif? Je vous pose la question parce que le gouvernement emprunte beaucoup d'argent. Cette année, il prévoit emprunter 138 milliards de dollars et refinancer 476 milliards de dollars. L'année prochaine, il prévoit emprunter 149 milliards de dollars, et il relève à nouveau le plafond de la dette, ce à quoi nous nous attendions. Vous préparez-vous à recourir à l'assouplissement quantitatif ou ce n'est pas envisagé?

Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: It's the latter. It's important to separate buying bonds from quantitative easing from normal management of our balance sheet. We got asked about it yesterday. You and I just talked about this. That is normal balancing of our asset sheet, matching assets and liabilities.

Senator Marshall: Would there be any plans now to go into quantitative easing? The reason I'm asking is the government is borrowing a lot of money. This year they're going to borrow, they say, \$138 billion, and they're going to refinance \$476 billion. Next year they're going to borrow \$149 billion, and they're raising the debt ceiling again, which we expected. Are you bracing yourself for quantitative easing or that's not on the horizon for you?

Mr. Macklem: I'll take that. First of all, we're not even thinking about quantitative easing; we're nowhere near that. Second, when we do quantitative easing, it is not because of the government's financial requirement. If we had to do quantitative

M. Macklem : Je vais répondre à la question. Tout d'abord, nous ne songeons même pas à recourir à l'assouplissement quantitatif. Nous n'en sommes pas là du tout. Ensuite, lorsque nous procédons à un assouplissement quantitatif, ce n'est pas en

easing — we've only done it once in the history; it was in the midst of a 100-year pandemic — it is guided solely by achieving our inflation target. At the moment, our policy rate is 2.25. We have considerable room to lower it if the situation deteriorated sharply.

Quantitative easing is a policy that you only use in very extreme circumstances. As I said, we've used it once. We did a thorough review of that and reaffirmed that it should only be used in extreme circumstances.

Senator Marshall: When you're talking about the October monetary policy report, the last thing you say in the overview is: "Risks related to Canada's trade relationship with the United States remain elevated." But then you say, "The outlook could also be affected by risks that are not directly related to tariffs." I thought that was quite an ominous statement and was wondering what was top of mind when you wrote that.

Mr. Macklem: We were trying to convey that we have this one very unusual risk, and that is U.S. trade policy. Whenever you do a forecast, there are always risks. We were trying to signal that the risk coming from U.S. trade is extremely unusual. There are a range of other risks. I talked about one of them. You could see a sharp tightening in global financial conditions. We highlight these later in the report.

As I emphasized in my opening remarks, Canada is going through a very difficult structural transition to a lot more friction at the Canada-U.S. border. The economy doesn't do these things very often. We have not had a big increase in tariffs like this since the Great Depression. That adjustment could be more difficult; it could take longer than we've put in our projection.

On the positive side, U.S. tariffs, we could make some progress with the United States reducing the sectoral tariffs. If we were to get some renewed CUSMA, that would reduce much uncertainty. You would see some up sides. There are risks on both sides, but this big risk coming out of the U.S. is very much front and centre.

Senator Fridhandler: I'm going to get into some more day-to-day banking questions rather than these weighty matters on monetary policy and interest level.

raison des besoins financiers du gouvernement. Si nous devions le faire — nous ne l'avons fait qu'une seule fois dans l'histoire, soit au milieu d'une pandémie, quelque chose qui survient une fois tous les 100 ans —, ce serait uniquement dans le but d'atteindre notre cible d'inflation. À l'heure actuelle, notre taux directeur est de 2,25 %. Nous disposons d'une bonne marge de manœuvre pour le réduire si la situation venait à se détériorer considérablement.

L'assouplissement quantitatif est une politique que l'on n'utilise que dans des circonstances absolument exceptionnelles. Comme je l'ai dit, nous n'y avons eu recours qu'une seule fois. Nous avons procédé à un examen approfondi et nous avons réaffirmé que c'est un outil qui ne devait être utilisé que dans des circonstances exceptionnelles.

La sénatrice Marshall : Concernant votre rapport sur la politique monétaire d'octobre, la dernière chose que vous dites dans l'aperçu, c'est que « [l]es risques concernant la relation commerciale entre le Canada et les États-Unis demeurent élevés ». Toutefois, vous dites ensuite : « D'autres risques qui ne sont pas directement liés aux droits de douane pourraient aussi altérer les perspectives. » J'ai trouvé cette déclaration assez inquiétante et je me demandais ce qui vous venait à l'esprit lorsque vous l'avez rédigée.

M. Macklem : Nous voulions signifier qu'il existe un risque très inhabituel, qui concerne la politique commerciale américaine. Dans toute prévision, il y a toujours des risques. Nous voulions signaler que le risque lié au commerce américain est très inhabituel. Il existe toute une série d'autres risques. J'ai évoqué l'un d'entre eux. On pourrait assister à un resserrement marqué des conditions financières mondiales. Il en est question plus loin dans le rapport.

Comme je l'ai souligné dans ma déclaration préliminaire, le Canada vit une transition structurelle très difficile qui entraîne beaucoup plus de frictions à la frontière canado-américaine. On ne voit pas très souvent ce genre de situation dans l'économie. Nous n'avons pas connu d'augmentation aussi importante des droits de douane depuis la Grande Dépression. Cet ajustement pourrait s'avérer plus difficile et prendre plus de temps que nous l'avons prévu dans notre projection.

Sur une note positive, concernant les droits de douane américains, nous pourrions réaliser certains progrès si les États-Unis réduisaient les droits sectoriels. Si nous parvenions à renouveler l'ACEUM, les incertitudes seraient considérablement réduites. Il y aurait alors des effets positifs. Il existe des risques des deux côtés, mais ce risque important qui provient des États-Unis occupe une place prépondérante.

Le sénateur Fridhandler : Je vais poser quelques questions sur les activités bancaires quotidiennes plutôt que sur les sujets complexes liés à la politique monétaire et aux taux d'intérêt.

In early October, *The Globe and Mail* reported on a review conducted by the Ontario Securities Commission and the Canadian Investment Regulatory Organization on bank practices in their investment dealers. In this article, they said that the released report found mutual fund advisers face a high degree of pressure to meet sales targets, which can lead them to offer products or services that are not in a client's best interest. The president of the Canadian Association of Retired Persons, or CARP, said:

What we heard from the OSC was sobering: their survey results show that a significant portion of bank clients continue to receive investment advice that is not in their best interest. The incentives at play appear to leave the investor in the back seat.

Significant is scary.

What is the Bank of Canada's role in addressing this with their licensee banks?

Ms. Rogers: We are not the regulator of banks. That would be the Office of the Superintendent of Financial Institutions, or OSFI. I don't think we have a direct role to play when it comes to banks' relationships directly with their clients.

We provide some level of oversight and coordination with banks because they're important in the payment system. That's our key part of the regulatory regime, but that's not an area where we have any particular expertise or a direct role.

Senator Fridhandler: In terms of the general licensing of the banks, does this weigh in the factor of how they are operating in the marketplace? Let me ask a follow-up, second question. Maybe I'll be referred to OSFI on this one as well. I saw numerous letters, and I think I saw reported in the media, of the issuance of banks telling clients they're no longer going to offer their services; they don't fit in their risk profile. No reasons given. "You have 30 days; we're closing your accounts. Move elsewhere."

Again, these are licensees of the Bank of Canada. I hear you that you don't regulate them, but you license them to operate, do you not?

Au début du mois d'octobre, *The Globe and Mail* a publié un article sur une étude qui a été menée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Organisme canadien de réglementation des investissements sur les pratiques bancaires concernant les courtiers en valeurs mobilières. Dans cet article, on indiquait que le rapport révélait que les conseillers en fonds communs de placement subissaient une forte pression pour atteindre des objectifs de vente, ce qui pouvait les amener à proposer des produits ou des services qui n'étaient pas dans l'intérêt des clients. Le président de l'Association canadienne des individus retraités a déclaré :

Ce qu'a dit la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario donne à réfléchir : les résultats de son enquête montrent qu'une part importante des clients des banques continuent de recevoir des conseils en matière d'investissement qui ne sont pas dans leur intérêt. Les incitatifs en jeu semblent reléguer l'investisseur au second plan.

Ce qui est important fait peur.

Quel rôle joue la Banque du Canada dans la résolution de ce problème avec ses banques autorisées?

Mme Rogers : Nous ne sommes pas l'organisme de réglementation des banques. Ce rôle revient au Bureau du surintendant des institutions financières, ou BSIF. Je ne pense pas que nous ayons un rôle direct à jouer lorsqu'il s'agit des relations entre les banques et leurs clients.

Nous assurons un certain niveau de surveillance et de coordination avec les banques, car elles constituent un élément important du système de paiement. C'est là notre principale fonction dans le cadre du régime de réglementation, mais nous n'avons pas d'expertise particulière ni de rôle direct à jouer à cet égard.

Le sénateur Fridhandler : En ce qui concerne l'octroi de permis bancaire en général, cela influe-t-il sur la façon dont les banques opèrent sur le marché? Permettez-moi de poser une deuxième question. Peut-être faudra-t-il que je m'adresse également au BSIF à ce sujet. Je crois avoir vu des reportages dans les médias sur le sujet, mais j'ai vu de nombreuses lettres que des banques avaient envoyées à certains de leurs clients pour les informer qu'elles ne leur offriraient plus leurs services, qu'ils ne correspondaient pas à leur profil de risque. Aucune raison n'est donnée : « Vous avez 30 jours pour fermer vos comptes. Allez ailleurs. »

Encore une fois, il s'agit de banques autorisées par la Banque du Canada. Je comprends que la Banque du Canada n'est pas leur organisme de réglementation, mais vous leur délivrez une autorisation pour qu'elles puissent exercer leurs activités, n'est-ce pas?

Ms. Rogers: No, we don't. No, we don't license banks.

Mr. Macklem: We have a separation. We deal with monetary policy and payments. The Office of the Superintendent of Financial Institutions licenses, regulates, and supervises the banks.

Senator Fridhandler: Okay. I'll move the questions over there. Thank you.

Senator Loffreda: Mr. Macklem and Ms. Rogers, welcome once again. Always a treat to have you here. My question is on inflation path and policy direction.

Governor, inflation has been easing but remains uneven across categories, with shelter and food costs continuing to pressure households. I have read your bank's most recent projections, but if you want you can elaborate further on when you anticipate inflation returning sustainably to the 2% target. My main question is what indicators are you prioritizing in determining the timing and pace of future rate reductions?

Mr. Macklem: The Consumer Price Index, or CPI, inflation, which is what we actually target, has been fluctuating around 2%. It has been pretty close to 2% for more than a year now. In September, it did move up to 2.4%, but in general, CPI inflation has been tracking pretty close to 2%. We also have some measures that try to get to the underlying trend. We have two preferred measures of core. They've been around 3% now for a number of months. When we look at a broad range of indicators of underlying inflation — I can go through them if you like, but just to save time — they're running around 2.5%. So 2.5%, 3%, that is concerning, and the concern is that CPI inflation could move up to core inflation, in which case it would be too high.

When we look at the details, though, earlier in the year we did see some upward momentum in core inflation. That upward momentum, if you look at three six-month measures of inflation, has come off. When we look at the categories, we do think that core inflation is going to move down gradually. Total Consumer Price Index inflation will stay close to 2%. There are always risks around that. There is no question that when we talk to companies they are facing new costs to reconfigure trade and to find new markets. That could boost inflation. On the other hand, the economy is weak, and so companies are finding it difficult to pass on those costs. They're offering some discounts. Those two things will be roughly offsetting, and that's what we're going to be watching closely going forward.

Mme Rogers : Non, ce n'est pas notre rôle. Nous ne délivrons pas d'autorisation aux banques.

M. Macklem : Il y a une distinction. Nous nous occupons de la politique monétaire et des paiements. Le Bureau du surintendant des institutions financières autorise les banques à exercer leurs activités, il les réglemente et les supervise.

Le sénateur Fridhandler : D'accord. Je lui poserai mes questions. Merci.

Le sénateur Loffreda : Monsieur Macklem, madame Rogers, bienvenue à nouveau. C'est toujours un plaisir de vous accueillir ici. Ma question porte sur la trajectoire de l'inflation et l'orientation de la politique.

Monsieur le gouverneur, l'inflation a ralenti, mais elle reste inégale selon les catégories. Les coûts du logement et des aliments continuent d'exercer des pressions sur les ménages. J'ai pris connaissance des dernières prévisions de votre banque, mais si vous le souhaitez, vous pouvez nous donner plus de détails sur le moment où vous prévoyez que l'inflation reviendra durablement à la cible de 2 %. Je vais vous poser ma question principale. Quels sont les indicateurs que vous privilégiez pour déterminer à quel moment et à quel rythme les taux seront réduits à l'avenir?

M. Macklem : L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation, ou l'IPC, qui est en fait notre cible, a fluctué autour de 2 %. Elle est assez proche de 2 % depuis plus d'un an maintenant. En septembre, elle a atteint 2,4 %, mais en général, l'inflation mesurée par l'IPC reste assez proche de 2 %. Nous avons également certaines mesures pour essayer de déterminer la tendance sous-jacente. Il y a deux mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la Banque du Canada. Elles se situent autour de 3 % depuis un certain nombre de mois. Lorsque nous examinons un large éventail d'indicateurs de l'inflation sous-jacente — je peux en parler plus en détail si vous le souhaitez, mais j'essaie d'économiser du temps —, ils se situent autour de 2,5 %. Donc, 2,5 %, 3 %, c'est préoccupant, et la crainte, c'est que l'inflation mesurée par l'IPC puisse monter au niveau de l'inflation fondamentale, auquel cas elle serait trop élevée.

Cependant, si l'on examine les détails, plus tôt dans l'année, nous avons observé une certaine tendance à la hausse de l'inflation fondamentale. Les mesures de l'inflation sur trois à six mois indiquent que cette tendance s'est essoufflée. Lorsque nous examinons les différentes catégories, nous pensons que l'inflation fondamentale va progressivement diminuer. L'inflation mesurée par l'IPC global demeurera près de 2 %. Il y a toujours des risques à cet égard. Il ne fait aucun doute que lorsque nous discutons avec les entreprises, nous constatons qu'elles doivent faire face à des coûts supplémentaires pour réorganiser leurs activités commerciales et trouver de nouveaux marchés. On pourrait alors voir une hausse de l'inflation. D'un autre côté, l'économie est faible et les entreprises ont donc du

Senator Loffreda: Thank you for that. How sensitive is the Bank's forward path to potential wage price persistence or global supply disruptions, which you mentioned? How quickly would the Bank react if those pressures re-emerge? They can. You described a global trade scenario which could change overnight, and we know what's happening with our neighbour to the south. What's your take on those risks?

Mr. Macklem: In terms of wages, wage growth has come down considerably. The labour market is actually soft. We do not see wage pressures as a big cost driver for companies. However, as you suggested, yes, there could be a new trade shock, the situation could change. It's a difficult question to answer: At what point is enough change enough to change our interest rate? We'll have to make those judgments.

When I said that if the outlook changes we are prepared to respond. What I'm getting at there is that if there is some volatility in the data, if for one month or even a quarter, you see things going off the forecast, we're going to be looking at whether that is just a temporary deviation from the forecast and we're probably coming back to something like the forecast or whether the outlook is really changing. If the outlook is really changing, you can be assured that we will be thinking about how we are going to adjust and what we need to do to keep inflation on target and do what we can to support the economy.

Senator C. Deacon: Thank you, governor and senior deputy, for being with us. It's always a pleasure have the opportunity to ask some questions.

Your Q3 monetary policy report showed some pretty flat business investment in oil and gas and moderate increases elsewhere in the economy. You based those projections on some information — I'm assuming — that was released by the previous government, in the spring or before this government, but I want to have an understanding of that, particularly in the context of new capital expenditures, whether or not the productivity super deduction might have an effect, inflationary or not, but certainly on the growth of business investment.

mal à répercuter ces coûts sur leur clientèle. Elles proposent donc des remises. Ces deux facteurs devraient plus ou moins s'équilibrer et c'est ce que nous allons surveiller de près à l'avenir.

Le sénateur Loffreda : Merci. Dans quelle mesure les perspectives de la Banque du Canada tiennent-elles compte d'une possible persistance quant à la dynamique des salaires et des prix ou des perturbations mondiales de l'approvisionnement, dont vous avez parlé? Dans quelle mesure la banque réagirait-elle rapidement si de telles pressions réapparaissaient? Car elles peuvent réapparaître. Vous avez décrit un scénario commercial mondial qui pourrait changer du jour au lendemain, et nous savons ce qui se passe chez notre voisin du Sud. Que pensez-vous de ces risques?

M. Macklem : En ce qui concerne les salaires, leur croissance a considérablement ralenti. Le marché du travail est en fait détendu. Nous ne considérons pas les pressions sur les salaires comme un indicateur de coût important pour les entreprises. Cependant, comme vous l'avez évoqué, oui, il pourrait y avoir un nouveau choc commercial, la situation pourrait changer. Il est difficile de déterminer à partir de quel moment un changement suffit pour modifier notre taux d'intérêt. Nous devrons prendre ces décisions.

Je disais que si les perspectives changent, nous sommes prêts à réagir. Ce que je veux dire, c'est que si les données sont volatiles, si pendant un mois ou même un trimestre, nous constatons que les choses ne se déroulent pas comme prévu, nous examinerons s'il s'agit simplement d'un écart temporaire par rapport aux prévisions et si nous reviendrons probablement à une situation similaire à celle prévue, ou si les perspectives changent réellement. Si les perspectives changent réellement, soyez assurés que nous réfléchirons à la manière dont nous allons nous adapter et à ce que nous devons faire pour maintenir l'inflation à la cible et faire tout notre possible pour soutenir l'économie.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie d'être des nôtres, monsieur le gouverneur, madame la première sous-gouverneure. C'est toujours un plaisir d'avoir l'occasion de vous poser des questions.

Dans votre rapport sur la politique monétaire du troisième trimestre, vous prévoyez que les investissements des entreprises demeureront stables dans le secteur pétrolier et gazier, et qu'ils connaîtront une croissance modérée dans les autres secteurs de l'économie. Je présume que ces projections sont fondées sur des informations rendues publiques par le gouvernement précédent, au printemps ou avant le début du mandat du gouvernement actuel. J'aimerais savoir, surtout par rapport aux nouvelles dépenses en immobilisations, si la superdéduction à la productivité aura un effet sur l'inflation, ainsi que sur la croissance des investissements des entreprises.

Mr. Macklem: Just to be clear, the projection that we published was published before the budget. So it doesn't include the measures that were in the budget. There were some measures that were announced before the budget. If they were those, both federally and provincially are in. So, for example, a number of supports for specific sectors, increased access to EI — some of those things are in, but not the super deduction, for example.

The super deduction obviously lowers the cost for investment for businesses, so that should encourage more investment. Of course, there is more to an investment than tax. Fundamentally, you've got to have a good project and you've got to have an expectation of a profit. Accelerated deduction will increase that expectation of profit and maybe make that investment come sooner, but it's not the only thing. The impact it is going to have is going to depend critically on the uptake in the private sector. Private businesses are the ones that are actually going to do these investments. Yes, it should encourage investment. How much it encourages is something to be determined.

Senator C. Deacon: So you haven't seen a lot of changes yet, but you're going to be monitoring it closely?

Mr. Macklem: Yes, we're going to take this budget and go through it carefully. Our next projection is in January. We will incorporate these measures. Yes, we will have to make some judgments to do a forecast about what that uptake will be, for example.

Senator C. Deacon: Thank you. So the clarification is that it does include announced things right up until the monetary policy report?

Mr. Macklem: Yes, up to about a week before. There is a bit of production there.

Senator C. Deacon: With regard to the new regulatory roles beyond the Retail Payment Activities Act, or RPAA, and open banking stablecoin regulation, what will you be considering and has thought been given to ensuring that there is an overlapping regulation between those areas where you have innovative new entrants who could be feeling a huge regulatory burden, which wouldn't help us with competition? I know, senior deputy, you've been speaking wonderfully about competition and its importance, but this is a critical factor to enabling that.

Ms. Rogers: Yes, that is one of the primary motivators for putting those roles all inside the Bank of Canada. We already had the RPAA role, and the thinking is that it will be a fairly large overlap between businesses that want to register under the

M. Macklem : Je tiens à préciser que ces projections ont été publiées avant le dépôt du budget. Par conséquent, elles ne tiennent pas compte des mesures qui se trouvent dans le budget; elles sont fondées sur les mesures annoncées avant, et par le fédéral, et par les provinces. Ces mesures comprennent, par exemple, certains mécanismes de soutien pour des secteurs donnés, ainsi que l'élargissement de l'accès à l'assurance-emploi, mais elles n'incluent pas, par exemple, la superdéduction.

La superdéduction devrait inciter les entreprises à investir puisqu'elle réduira le coût de leurs investissements. Or, il va sans dire que l'investissement ne dépend pas strictement du régime fiscal; il faut avoir un bon projet et il faut s'attendre à pouvoir réaliser un profit. La déduction accélérée renforcera la possibilité de réaliser un profit et elle accélérera peut-être l'investissement, mais d'autres facteurs entrent aussi en ligne de compte. L'incidence de ce mécanisme dépendra fortement de la mesure dans laquelle le secteur privé y aura recours. Ce sont les entreprises privées qui réalisent les investissements. Oui, la superdéduction devrait encourager l'investissement, mais on ne sait pas encore dans quelle mesure.

Le sénateur C. Deacon : Autrement dit, pour l'instant, vous n'avez pas constaté de changements importants, mais vous allez surveiller la situation de près.

M. Macklem : Oui, nous allons examiner attentivement le budget. Nos prochaines projections seront publiées en janvier. Elles tiendront compte de ces mesures. Oui, pour effectuer des projections, nous allons devoir nous faire une opinion, par exemple, sur l'intérêt que suscitera ce mécanisme.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie. Ainsi, ce que vous dites, c'est que le rapport sur la politique monétaire comprend les mesures annoncées jusqu'à sa publication.

M. Macklem : Oui, jusqu'à environ une semaine avant sa publication. Il faut un peu de temps pour produire le rapport.

Le sénateur C. Deacon : En ce qui concerne les nouveaux rôles de réglementation, qui s'ajoutent à ceux liés à la Loi sur les activités associées aux paiements de détail, ainsi que la réglementation relative au système bancaire ouvert et aux cryptomonnaies stables, que prendrez-vous en considération? Avez-vous réfléchi au chevauchement de la réglementation dans les secteurs où le fardeau réglementaire pourrait peser lourdement sur les nouveaux joueurs novateurs, ce qui nuirait à la compétitivité du Canada? Je sais, madame la première sous-gouverneure, que vous avez dit de très belles choses sur la concurrence et sur son importance, mais il s'agit d'un facteur essentiel.

Mme Rogers : Oui, c'est un des principaux motifs de la décision de confier tous ces rôles à la Banque du Canada. Nous étions déjà responsables de la Loi sur les activités associées aux paiements de détail, et nous croyons que les entreprises qui

Retail Payment Activities Act as well as potentially a stablecoin act and possibly open banking. This is all very new, but one of the conversations we will be having over the coming months is how we make sure we don't end up having three different registration regimes for those businesses. That will require some thinking at a legislative level, but also at an operational level. We have built a technology platform, and so that should help us to be efficient for ourselves but also for businesses that want to register under multiple regimes.

Senator C. Deacon: This is refreshing news in our country because this has not been the way we have tended to operate in the past. I'm grateful to hear that. Thank you very much.

Senator Yussuff: Thank you, governors, for coming to talk to us again. I can't say that I'm too excited about the gloomy news you're bringing. Based on what you have said publicly, I have even more reason to be less optimistic that we're going to get this right.

You said that lower growth means we will have lower income, and these are long-term problems for the economy. The challenge, of course, for working families is that they're working harder than they ever have been, and they can't seem to get ahead.

We passed Bill C-5 and said we will take down provincial barriers to make this country more efficient and hopefully stop some of the impediments we've complained about for over 100 years. How are we going to fix these problems that ordinary people are struggling with, despite the fact they've worked so hard and can't seem to get ahead?

Mr. Macklem: We share the same concerns you do. Why do we have an affordability problem in this country? Why are so many people are having trouble affording things? It is because we've had a couple of decades of very weak productivity growth. If you don't have productivity growth, you don't have rising incomes. If you don't have rising incomes, everything feels more expensive.

Obviously, the run-up in inflation we had in 2022 made things worse. We've got inflation back down, but we're very conscious that the price level hasn't come back down. Those prices are still higher. We're not going to lower the overall price level. That would cause a big recession. That would be very damaging for the economy. Our job is to try to keep inflation close to 2%. I'm confident that we will do that.

seront visées par les nouvelles mesures relatives aux cryptomonnaies stables et au système bancaire ouvert seront en grande partie les mêmes que celles qui ont présenté des demandes pour se conformer à la Loi sur les activités associées aux paiements de détail. Tout cela est très nouveau, mais au cours des prochains mois, nous tâcherons notamment de trouver des moyens d'éviter que les entreprises doivent s'enregistrer auprès de trois régimes différents. Cela exigera une réflexion sur le plan législatif, mais aussi sur le plan opérationnel. Nous avons construit une plateforme technologique qui devrait améliorer notre efficacité, non seulement pour nous, mais aussi pour les entreprises qui voudront s'enregistrer afin de se conformer à différents régimes.

Le sénateur C. Deacon : C'est une bonne nouvelle parce que ce n'est pas la façon dont le Canada a fait les choses dans le passé. Je suis heureux de l'entendre. Merci beaucoup.

Le sénateur Yussuff : Je vous remercie de vous joindre à nouveau à nous, monsieur le gouverneur, madame la première sous-gouverneure. Je ne peux pas dire que je me réjouis des mauvaises nouvelles que vous apportez. Vos déclarations publiques me donnent encore plus de raisons de craindre que nous rations notre coup.

Vous avez dit qu'une faible croissance entraînait une diminution des revenus. Ce sont des problèmes à long terme pour l'économie. Évidemment, le défi pour les familles, c'est que même si elles travaillent plus fort que jamais, elles n'arrivent pas à faire de gains.

Nous avons adopté le projet de loi C-5 et nous avons déclaré que nous allions lever les obstacles inter provinciaux afin d'améliorer l'efficacité du Canada et de faire tomber les barrières dont nous nous plaignons depuis plus d'un siècle. Comment allons-nous régler les problèmes auxquels font face les gens ordinaires, qui n'arrivent pas à s'en sortir malgré tous les efforts qu'ils déploient?

M. Macklem : Nous avons les mêmes préoccupations que vous. Pourquoi le Canada est-il aux prises avec un problème d'abordabilité? Pourquoi tant de gens ont-ils de la difficulté à joindre les deux bouts? C'est parce que le Canada a connu une très faible croissance de la productivité ces 20 dernières années. Si la productivité ne s'accroît pas, les revenus n'augmentent pas; et si les revenus n'augmentent pas, tout semble coûter plus cher.

Évidemment, la hausse de l'inflation en 2022 a empiré la situation. Depuis, nous avons réussi à juguler l'inflation, mais nous sommes très conscients que le niveau des prix n'a pas baissé. Les prix sont toujours plus élevés. Nous n'allons pas réduire le niveau global des prix; cela provoquerait une grave récession et nuirait fortement à l'économie. Notre rôle est de maintenir le taux d'inflation autour de 2 %. Je suis convaincu que nous y arriverons.

The only way to make things more affordable is to increase our income. We need more productivity growth that will pay higher wages. You generate more income. Everything becomes more affordable.

We share your concern and I think it's important that we're straight with Canadians. This time last year, things were actually looking up. We did have a productivity problem, but at least the unemployment rate was coming down, consumption was picking up and investment was picking up. U.S. tariffs have changed all that. It is an added challenge. The message is, if we don't do something about this as a country, we will be on a permanently lower standard of living, but there are things we can do, and we should do.

Senator Yussuff: Given that reality, we just had a budget talking about all kinds of things that we want to build and investments that the government is trying to make in a strategic way, but in addition to that, we have to have businesses take those opportunities and do something with them rather than simply another talk fest: "lower my taxes and magically the world will get better." We've been through this before. Do you have any confidence that this time around people will get the message and we have to pick up the pace with what we're dealing with? Canadians expect a better result from the prescription they've been getting over and over. It's not their fault. How do we assure them that the things we're proposing to do in this budget are ultimately going to make their lives and the country better?

Mr. Macklem: As you know, we do monetary policy. Elected governments do fiscal policy and tax policy.

Senator Yussuff: But we do want advice from time to time.

Mr. Macklem: Yes. I'm just saying, we're not going to comment on specific measures. Our diagnosis of what's been holding the economy back is very similar to what's in the budget. There's been a lack of business investment. We've got a relatively high hurdle of regulation. If we want to grow the economy more, we need more investment. We need to improve our productivity and our competitiveness.

I think there is a significant change in this budget. The government is very clearly reducing their operating expenditures, putting more of their spending toward investment, and that's both public investment and efforts to catalyze private investment. The impact that's going to have is going to depend very importantly on the execution. There's a lot of work to do to actually put these things in place.

La seule façon de rendre la vie plus abordable, c'est en accroissant les revenus. Il faut stimuler la croissance de la productivité pour faire augmenter les salaires. Ainsi, on générera plus de revenus, et tout deviendra plus abordable.

Nous avons les mêmes préoccupations que vous, et je trouve important d'être franc avec la population canadienne. À pareille date l'an dernier, la situation semblait s'améliorer. Nous avions un problème de productivité, mais au moins, le taux de chômage diminuait, la consommation augmentait et l'investissement s'améliorait. Les droits de douane américains ont tout changé. C'est un défi de plus. Le message, c'est que si le Canada se croise les bras, notre niveau de vie sera à jamais inférieur; or, il existe des solutions, et ces solutions s'imposent.

Le sénateur Yussuff : Par rapport à cela, le gouvernement vient de déposer un budget dans lequel il parle de construire toutes sortes de choses et d'investir de manière stratégique. Cependant, pour que ce ne soit pas encore une fois des paroles en l'air, il faut que les entreprises saisissent ces occasions. On ne peut pas se dire que si l'on diminue les impôts, tout va s'arranger comme par magie. Nous nous sommes déjà retrouvés dans une telle situation. Croyez-vous que cette fois-ci, les gens vont comprendre le message et qu'ils vont accélérer la cadence pour régler les problèmes? Les Canadiennes et les Canadiens s'attendent à ce que les solutions qui leur ont déjà été présentées donnent de meilleurs résultats. Ce n'est pas leur faute. Comment peut-on leur assurer que les mesures proposées dans le budget finiront par rendre la vie et le pays meilleurs?

M. Macklem : Comme vous le savez, notre domaine est la politique monétaire. Ce sont les gouvernements élus qui s'occupent de la politique fiscale.

Le sénateur Yussuff : Oui, mais de temps en temps, nous voulons des conseils.

M. Macklem : Oui. Tout ce que je veux dire, c'est que nous n'allons pas nous prononcer sur des mesures particulières. Nous avons tiré des conclusions très semblables à celles qui se trouvent dans le budget quant aux facteurs qui nuisent à l'économie. Les entreprises n'investissent pas suffisamment. La réglementation représente un obstacle important. Pour stimuler davantage l'économie, il faut accroître l'investissement. Il faut aussi améliorer notre productivité et notre compétitivité.

Le budget prévoit des changements considérables. Le gouvernement réduira notamment ses dépenses de fonctionnement en vue d'allouer une plus grande partie de son budget à l'investissement. On parle non seulement de l'investissement public, mais aussi des efforts visant à catalyser l'investissement privé. L'incidence de ces changements dépendra considérablement de la manière dont ils seront mis en œuvre. Il y a beaucoup de travail à faire pour mettre en place les mesures proposées.

Secondly, as we've discussed, it's going to depend importantly on the uptake of the private sector. The better the execution, the stronger the uptake, the more positive impact it will have.

[*Translation*]

Senator Henkel: Welcome, and thank you for being here.

I would like to ask you about venture capital. It is estimated that barely 5% of venture capital is allocated to businesses founded or run by women. The proposed federal budget emphasizes innovation, productivity and growth by injecting more than \$1 billion to catalyze venture capital. Without structural changes to investment criteria and how funds are governed, this money is at risk of reproducing the same biases.

How can we ensure that these new funds do not perpetuate the biases that exist in the current system, but instead serve to open up venture capital to women and support their full entrepreneurial potential?

Mr. Macklem: That question would be better directed to the Minister of Finance. As I said, we agree that there is a lack of venture capital in the country. In this budget, the government has introduced a number of measures to stimulate it. Time will tell what effect they have. It is important to implement these policies intelligently in order to maximize their impact. The question of how to do that is better addressed to the Minister of Finance.

Senator Henkel: One of the Bank of Canada's key missions is ensuring that payment services are secure. Considering the current geopolitical tensions and the fact that cyber-attacks are on the rise, what is the bank's strategy for ensuring the continuity of essential payments, salaries, intergovernmental transfers and interbank payments in the event of a major incident? Do you believe that the Canadian system is currently as resilient as other major advanced economies?

Mr. Macklem: Yes. I have great confidence in our payment system. We have a good payment system in Canada, and the Bank of Canada's new responsibilities will improve it. Next year, Payments Canada will launch its real-time payment system, which will create opportunities for very fast payments. We act as a supervisor of large payment systems. Our responsibility is to ensure that these systems are resilient. The Bank of Canada also has a responsibility to ensure that retail payments are secure. In addition, under the new legislation, we will have a responsibility to ensure that stable cryptocurrency is also a secure payment system.

Comme on l'a déjà dit, tout dépendra aussi de l'intérêt que ces mesures susciteront au sein du secteur privé. Mieux les mesures seront mises en œuvre, plus l'intérêt sera grand, plus l'incidence sera positive.

[*Français*]

La sénatrice Henkel : Bienvenue parmi nous et merci.

J'aimerais vous interroger sur le capital de risque. On estime qu'à peine 5 % du capital de risque est attribué à des entreprises fondées ou dirigées par des femmes. Le projet de budget fédéral met l'accent sur l'innovation, la productivité et la croissance en injectant plus d'un milliard de dollars pour catalyser le capital de risque. Sans un changement structurel dans les critères d'investissement et la gouvernance des fonds, cet argent risque de reproduire les mêmes biais.

Comment s'assurer que ces nouveaux fonds ne perpétuent pas les biais du système actuel, mais qu'ils servent réellement à ouvrir le capital de risque aux femmes et à soutenir leur plein potentiel entrepreneurial?

M. Macklem : Cette question serait davantage pour le ministre des Finances. Comme je l'ai dit, nous sommes d'accord pour dire qu'il manque du capital de risque au pays. Dans ce budget, le gouvernement a mis en place quelques mesures pour le stimuler. Nous en verrons les effets. Il sera important de mettre en place ces politiques de façon intelligente pour en maximiser les impacts. La question de savoir comment le faire s'adresse plutôt au ministre des Finances.

La sénatrice Henkel : Parmi les grandes missions de la Banque du Canada figure la sécurisation des services de paiement. Dans un contexte de tensions géopolitiques et de multiplication des cyberattaques, quelle est la stratégie de la banque pour garantir la continuité des paiements essentiels, des salaires, des transferts intergouvernementaux et des paiements interbancaires en cas d'incident majeur? Estimez-vous que le système canadien dispose aujourd'hui d'un niveau de résilience comparable à celui des grandes économies avancées?

M. Macklem : Oui. J'ai une grande confiance en notre système de paiement. Nous avons un bon système de paiement au Canada, et les nouvelles responsabilités de la Banque du Canada l'amélioreront. L'année prochaine, Payments Canada va lancer son système de paiement en temps réel, ce qui créera des possibilités de paiement très rapides. Nous jouons un rôle de superviseur des grands systèmes de paiement. Notre responsabilité est de s'assurer que ces systèmes soient résilients. À la Banque du Canada, nous avons aussi la responsabilité de nous assurer que les paiements de détail soient sûrs. De plus, grâce à la nouvelle législation, on aura la responsabilité de faire en sorte que la cryptomonnaie stable soit également un système de paiement sûr.

We have a good system. Canadians have several options, and they will have even more in the near future. Things will start next year with the real-time payment system.

[English]

Senator Wallin: You've said on a couple of occasions, governor, most recently in Saskatoon at a speech that we in this country have waited too long to reduce our economic dependence on the Americans. You've also warned about a lower standard of living or a lowering standard of living.

On the budget, specifics aside, you've talked about it positively and that it was bold and that bold action is needed. For a lot of the measures, the lag time is long in terms of any impact they might have.

Is the message enough, or have you seen any specific indications that would make you optimistic about reversing the outflow of foreign capital or domestic capital that is going to tackle this and reduce that dependence?

Mr. Macklem: Let me focus on two points of optimism. First of all, as you highlighted, yes, I did bemoan the fact that we've waited too long to diversify our trade. Coming out of the global financial crisis in 2008-09, during that period, our financial system was actually working well. Banks did not fail here in Canada, but there was a financial calamity in the U.S. Banks failed, their economy contracted dramatically and that highlighted how dependent we were on the U.S. The recession in the U.S. had a big impact here in Canada. There was a lot of talk after 2008-09 about how we need to diversify our trade. I was out giving speeches on the topic, but not much happened. We recovered from the recession, business went back to normal.

I think this time, there is going to be a change. The relationship with the United States is fundamentally changed. I think businesses realize that they absolutely have to diversify their trade.

We actually have among the best trade access in the world. We have a trade agreement with the European Union and with Asia. We haven't been taking full advantage of those. Certainly, what Ms. Rogers and I am seeing, Canadian businesses are going to Europe and Asia more than they ever have. They are looking for those new markets. You can actually see some uptick in our exports to non-U.S. When 75% of your trade is with the United States, it's pretty hard to offset that, but you are seeing that pick up. I am hopeful that will continue because it is not just a risk management thing now; it is a business imperative.

Nous avons donc un bon système. Les Canadiens et Canadiennes disposent de plusieurs options, et ils en auront encore plus dans un avenir rapproché. Les choses vont commencer dès l'année prochaine avec le système de paiement en temps réel.

[Traduction]

La sénatrice Wallin : Monsieur le gouverneur, vous avez dit à quelques occasions, notamment dans un discours prononcé récemment à Saskatoon, que le Canada avait attendu trop longtemps avant de réduire sa dépendance économique aux États-Unis. Vous avez aussi fait des mises en garde quant à la baisse du niveau de vie.

Sans entrer dans le détail, vous avez fait des commentaires positifs sur le budget; vous avez applaudi son caractère audacieux. Pour nombre de mesures, le délai sera long avant d'en ressentir les effets.

Le message suffit-il? Y a-t-il des indications particulières qui vous rendent optimiste par rapport à la possibilité de renverser l'exode des capitaux étrangers et intérieurs, de régler les problèmes et de réduire notre dépendance?

M. Macklem : Permettez-moi de parler de deux points qui incitent à l'optimisme. D'abord, comme vous l'avez souligné, c'est vrai que j'ai déploré le fait que nous avons attendu trop longtemps avant de diversifier nos échanges commerciaux. À l'époque de la crise financière mondiale de 2008-2009, notre système financier fonctionnait bien. Aucune banque canadienne ne s'est effondrée, tandis que la calamité s'est abattue sur le système financier américain. Des banques américaines ont fait faillite, et l'économie américaine s'est contractée de façon spectaculaire. Cette situation a mis en évidence notre forte dépendance envers les États-Unis. La récession aux États-Unis a eu des répercussions importantes au Canada. Après 2008-2009, on a beaucoup parlé de l'importance de diversifier nos échanges commerciaux. J'ai livré des discours à ce sujet, mais il ne s'est pas passé grand-chose. Nous sommes sortis de la récession, et les affaires sont revenues à la normale.

Cette fois-ci, je pense que les choses vont changer. Notre relation avec les États-Unis s'est radicalement transformée. Je pense que les entreprises comprennent qu'elles doivent absolument diversifier leurs échanges commerciaux.

En réalité, notre accès au marché compte parmi les meilleurs au monde. Nous avons conclu des accords commerciaux avec l'Union européenne et l'Asie, mais jusqu'à maintenant, nous n'en avons pas tiré pleinement profit. Aujourd'hui, Mme Rogers et moi constatons que les entreprises canadiennes se tournent plus que jamais vers l'Europe et l'Asie. Elles cherchent de nouveaux marchés. Nos exportations à destination d'autres pays que les États-Unis sont à la hausse. Quand 75 % des échanges commerciaux se font avec les États-Unis, c'est très difficile de trouver un nouvel équilibre, mais on commence à le voir. J'ai

Senator Wallin: I agree. We're seeing some uptick, but we need the investment here. The Prime Minister talks about catalyzing, but you need to catalyze —

Mr. Macklem: Right, but if you're going to invest, you're going to invest with the expectation of a return. You need somebody to sell the stuff to. You have to develop those markets and be assured that you have a market for your product, and then you're going to invest.

Senator Wallin: We have to be able to get it out of the ground here and get it to market.

Mr. Macklem: We have to get it out of the ground and to tidewater.

Senator Wallin: Just a quick point. I want to get back to Deputy Governor Rogers because she has the greatest quote of all time and this was more than a year ago: It's time to break the glass, boys and girls. We're in a crisis.

What's your thinking? Are you trying to put the axe back in the container or what?

Ms. Rogers: I gave a follow-up speech on competition in March 2024 before President Trump took office. If it was an emergency then, it's an emergency now.

I think you'll continue to hear the bank talk about this topic. Other economists are talking about it. My colleague Nick Vincent will be giving a speech soon also on productivity, so that will tell you we don't think we've quite solved the problem yet.

Senator Ringuette: Thank you. You seem very optimistic in regard to the risk and renewal of CUSMA in 2026. In a previous meeting, you said that you were looking at and analyzing models from all regions in Canada. I'm from New Brunswick, so I'm looking at what the situation is in Atlantic Canada. We're not in auto, we're not necessarily in aluminum or steel. We have some softwood issues.

For instance, right now, 92% of New Brunswick exports are to the U.S. I would venture to say that 98% are covered by the current CUSMA agreement. What will happen particularly to Atlantic Canada in regard to its economy and its cost of living if in 2026 CUSMA is not delivered or there are delays? Honestly, I'm beginning to cringe every time I hear the word "tariff" because New Brunswick is so vulnerable.

bon espoir que cette tendance se maintiendra parce que ce n'est plus juste une question de gestion du risque; dorénavant, c'est un impératif commercial.

La sénatrice Wallin : J'appuie ce que vous dites. On constate une hausse, mais il faut des investissements. Le premier ministre parle de catalyser les investissements, mais il faut catalyser...

M. Macklem : C'est vrai, mais pour investir, il faut s'attendre à obtenir un rendement. Il faut quelqu'un à qui vendre le produit. Avant d'investir, il faut développer les marchés et s'assurer d'avoir accès à un marché où vendre son produit.

La sénatrice Wallin : Il faut avoir les moyens de fabriquer les produits ici et de les acheminer vers les marchés.

M. Macklem : Il faut les produire et les acheminer jusqu'aux côtes.

La sénatrice Wallin : J'aimerais m'adresser rapidement à la première sous-gouverneure Rogers. Il y a plus d'un an, elle a prononcé la meilleure phrase de tous les temps : il est temps de briser la vitre, mesdames et messieurs. Nous sommes en crise.

Que pensez-vous? Essayez-vous de remettre la hache derrière la vitre?

Mme Rogers : J'ai livré un autre discours sur la concurrence en mars 2024, avant le début du mandat du président Trump. S'il y avait urgence à ce moment-là, il y a certainement urgence maintenant.

Je pense que vous allez continuer à entendre la banque parler de ce sujet. D'autres économistes en parlent aussi. Mon collègue Nick Vincent prononcera bientôt un discours sur la productivité. Vous verrez que nous ne pensons pas que le problème est tout à fait réglé.

La sénatrice Ringuette : Merci. Vous affichez beaucoup d'optimisme par rapport aux risques liés à l'ACEUM et à son renouvellement en 2026. Au cours d'une réunion précédente, vous avez dit que vous analysiez des modèles de toutes les régions du Canada. Puisque je viens du Nouveau-Brunswick, je m'intéresse à la situation au Canada atlantique. Nous ne sommes pas dans le secteur de l'automobile; nous ne sommes pas vraiment non plus dans les secteurs de l'aluminium et de l'acier. Nous avons des enjeux relatifs au bois d'œuvre.

À titre d'exemple, aujourd'hui, 92 % des exportations du Nouveau-Brunswick vont aux États-Unis. Je m'avancerais pour dire que 98 % de ces exportations sont visées par la version actuelle de l'ACEUM. Si, en 2026, l'ACEUM n'est pas renouvelé ou si son renouvellement est retardé, quelle incidence cela aura-t-il spécifiquement sur l'économie du Canada atlantique et sur le coût de la vie dans cette région? Franchement, je commence à frémir chaque fois que j'entends le

What is your analysis right now for Atlantic Canada?

Mr. Macklem: Just to be clear, we do considerable regional analysis. We gather information from companies and households across Canada. We have a regional office in Halifax that leads that for the whole Atlantic region.

We don't have separate models for projecting the Atlantic economy or the Western economy or Central Canada. We have a model of the whole country.

In terms of your concern about CUSMA, I share every bit of that concern. As you pointed out, outside of the targeted sectors so far, if you're compliant with CUSMA, you're paying no tariffs. Canada's average tariff rate is actually very low compared to most countries.

Having said that, we are by far the most integrated country with the U.S. Even though our average tariff rate is low, the impact of U.S. tariffs on Canada is much larger than most countries.

Uncertainty about CUSMA is already affecting the New Brunswick economy. Certainly, when we talk to businesses there, what we hear is they are reluctant to invest until they know what's going to happen to CUSMA. It's already having an impact, and the sooner that uncertainty — hopefully we can get a good deal — can be removed. If that happens, you will see a pick up in investment because people have been holding back.

There is a risk, and I don't want to minimize it. The U.S. trade policy is extremely unpredictable. Even though it would be in both countries' best interests to renew that agreement — it's benefiting both countries — we can't rule out that won't happen. We have run scenarios, and yes, it's bad news for the Canadian economy.

Senator Ringuette: So what is the current data from Atlantic Canada telling you? What is happening in the Atlantic region?

Mr. Macklem: Actually, there's always some regional differences across the country, and obviously, the particularly targeted sectors are softwood lumber, lumber particularly severe in British Columbia, but also Ontario, Quebec and Eastern Canada as well. Steel is very much Ontario; cars, Ontario.

terme « droits de douane » parce que le Nouveau-Brunswick est tellement vulnérable.

Quelle est votre analyse actuelle pour le Canada atlantique?

M. Macklem : Je tiens à préciser que nous effectuons des analyses régionales approfondies. Nous recueillons des renseignements auprès d'entreprises et de ménages d'un océan à l'autre. Nous avons un bureau régional à Halifax qui mène ces travaux pour l'ensemble de la région atlantique.

Toutefois, nous n'utilisons pas de modèles distincts pour faire des projections particulières sur l'économie de la région atlantique, de l'Ouest ou du Centre du Canada. Nous utilisons un seul modèle pour tout le pays.

En ce qui concerne l'ACEUM, j'ai les mêmes préoccupations que vous. Comme vous l'avez souligné, à l'extérieur des secteurs ciblés jusqu'à maintenant, si vous respectez l'ACEUM, vous n'avez pas à payer de droits de douane. Dans les faits, le taux moyen des droits de douane du Canada est beaucoup plus faible que celui de la majorité des autres pays.

Cela étant dit, nous sommes de loin le pays le plus étroitement intégré aux États-Unis. Par conséquent, même si le taux moyen des droits de douane américains imposés au Canada est faible, ces droits ont un effet beaucoup plus grand sur le Canada que sur la plupart des autres pays.

L'incertitude entourant l'ACEUM affecte déjà l'économie du Nouveau-Brunswick. Quand nous discutons avec des entreprises de la région, elles nous disent qu'elles hésitent à investir avant de savoir ce qui arrivera à l'ACEUM. L'incertitude a déjà une incidence. Il faudrait qu'un bon accord soit conclu le plus rapidement possible afin de lever l'incertitude. Dès lors, les investissements augmenteront parce que les gens attendent.

Il y a un risque, et je ne veux pas le minimiser. La politique commerciale américaine est extrêmement imprévisible. Même s'il est dans l'intérêt des deux pays de renouveler cet accord — qui est avantageux pour les deux pays —, nous ne pouvons pas exclure que cela ne se concrétise pas. Nous avons examiné divers scénarios, et oui, c'est une mauvaise nouvelle pour l'économie canadienne.

La sénatrice Ringuette : Donc, que vous disent les données actuelles du Canada atlantique? Que se passe-t-il dans la région de l'Atlantique?

M. Macklem : En fait, il y a toujours des différences entre les diverses régions du pays et, évidemment, les secteurs particulièrement ciblés sont le bois d'œuvre, ce qui frappe durement la Colombie-Britannique en particulier, mais aussi l'Ontario, le Québec et l'Est du Canada. L'acier, c'est surtout l'Ontario, tout comme l'automobile.

Having said that, the situation across the country is that uncertainty is holding back businesses across the country. It doesn't really matter which region you are. When we talk to businesses, what we hear is that they are doing some investment. They're doing basic maintenance. They're running their business. They're going to keep up production, but what they're not doing, to a large degree, is embarking on big, new projects. They're waiting for that to clear.

Similarly on hiring, what do we hear? The layoffs we've seen in the labour market have been concentrated in the sectors with steep tariffs, but in the rest of the economy, hiring is weak. Companies are not laying off people. They're keeping their people and doing business, but they're not hiring people to grow their company because there's too much uncertainty. That's true in Atlantic Canada. It's true across the country.

Senator McBean: This committee is just moving into a drafting phase on a study of housing affordability, so just for your comments on that. How are the interest rates influencing the housing crisis in Canada? What advice would the bank offer to policy-makers seeking to restore housing affordability for homeowners and for home developers?

Ms. Rogers: The number one thing we need to do to improve housing affordability is to increase supply. To answer your question directly, interest rates have come down considerably from their high as we've got inflation back to target, but we had a housing affordability problem long before we had an increase in interest rates. We've had a mismatch in housing supply and demand I think probably — I'm from B.C., so it goes back, in my mind, at least, almost 20 years.

I think measures targeted at increasing supply and increasing supply in areas that are fit to what people want, we have an oversupply right now in certain markets in Toronto for sure of small condominiums. We need to be able to build houses more quickly and build houses that are a fit to what families want.

Senator McBean: We've heard lots of that. I'm just wondering more on the policy side with interest rates.

Ms. Rogers: The thing that I would add. What I wouldn't want to see is more policies designed to simply increase the amount of debt people can take on to buy a house. For one thing, that won't help bring prices down; it will actually keep prices up. In the long run, it saddles young families, first-time homebuyers, with too much debt. That's not good for them. It's not good for our economy. It can ultimately lead to financial stability issues,

Cela dit, on constate au pays que l'incertitude freine les entreprises partout au pays, quelle que soit la région. Ce que nous entendons du côté des entreprises, c'est qu'elles font des investissements. Elles font l'entretien de base. Elles maintiennent les activités et la production. Toutefois, dans une large mesure, les entreprises ne se lancent pas dans de nouveaux projets d'envergure. Elles attendent que la situation s'éclaircisse.

Dans le même ordre d'idées, qu'entendons-nous au sujet de l'embauche? Les mises à pied observées sur le marché du travail étaient principalement dans les secteurs frappés de droits de douane élevés, mais dans le reste de l'économie, l'embauche est faible. Les entreprises ne font pas de mises à pied. Elles gardent leur personnel et poursuivent leurs activités, mais elles n'embauchent pas pour faire croître l'entreprise, parce qu'il y a trop d'incertitude. C'est vrai dans le Canada atlantique. C'est vrai partout au pays.

La sénatrice McBean : Le comité arrive à l'étape de la rédaction d'un rapport pour son étude sur l'abordabilité du logement. J'aimerais donc avoir votre avis à ce sujet. Quelle est l'incidence des taux d'intérêt sur la crise du logement au Canada? Quels conseils la banque donnerait-elle aux décideurs politiques qui cherchent à rétablir l'abordabilité du logement pour les propriétaires et les promoteurs immobiliers?

Mme Rogers : La première chose à faire pour améliorer l'abordabilité du logement est d'augmenter l'offre. Pour répondre directement à votre question, les taux d'intérêt ont baissé considérablement par rapport au sommet qu'ils avaient atteint, car nous avons ramené l'inflation au taux ciblé. Le problème de l'abordabilité du logement existait bien avant la hausse des taux d'intérêt. Je pense qu'il y a eu un déséquilibre entre l'offre et la demande de logements, probablement... Je viens de la Colombie-Britannique, donc cela remonte, du moins dans mon esprit, à près de 20 ans.

Je pense que les mesures visant à augmenter l'offre, notamment dans les endroits prisés des gens... Actuellement, il y a une offre excédentaire dans certains marchés à Toronto, en particulier pour les petits logements en copropriété. Nous devons être capables de construire des maisons plus rapidement et de construire des maisons qui correspondent aux besoins des familles.

La sénatrice McBean : Ce sont des commentaires qui reviennent souvent. Je m'interroge plutôt sur les politiques de taux d'intérêt.

Mme Rogers : J'aimerais ajouter quelque chose. Je ne voudrais pas voir plus de politiques qui visent simplement à augmenter le montant de la dette que les gens peuvent contracter pour acheter une maison. D'abord, cela n'aidera pas à faire baisser les prix. Au contraire, cela les maintiendra à un niveau élevé. À long terme, cela accable de trop lourdes dettes les jeunes familles et les acheteurs d'une première maison. Ce n'est

but it puts a lot of pressure on young families when we do have increases in other parts, such as increases in food prices and stuff. They really feel it when so much of their income is going toward a mortgage payment.

Really, I think the policy measures we would advocate for are those that help on the supply side and stay away from measures that simply increase the amount of debt that people take on.

Senator McBean: That leads nicely into a follow-up question.

How does the bank view the current level of household debt in Canada? What risk does it pose to the financial stability of Canadians?

Ms. Rogers: That's one of the things that leads us to that recommendation.

Household debt levels have been coming down. That's a good-news story, but they've been elevated for a long time. What this does is that when there is a shock to the economy — when there's an increase in interest rates or an economic slowdown and the risk of job loss — it makes the economy more vulnerable to financial stability issues.

The economy went through an enormous shock with the pandemic, with a very steep run-up in interest rates, and we were very concerned given the level of debt. The bank had been sounding the alarm on household debt levels for quite a few years, thinking that if there was a shock to the economy that necessitated an increase to interest rates, that was going to put a lot of pressure on households.

Now, there was most definitely a lot of pressure on households, but we got through it without any financial stability issues. We continue to watch that.

Senator McBean: Thank you.

[Translation]

Senator Dalphond: Welcome to our Senate committee.

[English]

In your publication entitled the *Business Outlook Survey* of the third quarter of this year — you referred to it in your answers — there's uncertainty. Many of your talking points are about uncertainty, and this is holding back investment intentions. This also is despite a gradual improvement sentiment and a slight easing of perceived uncertainty.

pas bon pour eux. Ce n'est pas bon pour notre économie. En fin de compte, cela peut nuire à la stabilité financière, et les jeunes familles subissent d'énormes pressions lorsqu'il y a des augmentations ailleurs, comme les prix des aliments, etc. Cela a d'importantes répercussions sur les familles qui consacrent une part considérable de leurs revenus au remboursement de leur hypothèque.

Vraiment, je pense qu'il faut préconiser des politiques qui ont une incidence sur l'offre plutôt que des mesures qui visent simplement à augmenter le montant de la dette que les gens peuvent contracter.

La sénatrice McBean : Cela m'amène parfaitement à une question complémentaire.

Comment la banque perçoit-elle le niveau actuel d'endettement des ménages au Canada? Quel risque cela représente-t-il pour la stabilité financière des Canadiens?

Mme Rogers : C'est un des aspects qui a mené à cette recommandation.

Le taux d'endettement des ménages est en baisse. C'est une bonne nouvelle, mais il est resté élevé pendant une longue période. Cela signifie que lorsqu'un choc économique se produit — comme une hausse des taux d'intérêt ou un ralentissement économique et le risque de pertes d'emploi —, l'économie devient plus vulnérable aux problèmes de stabilité financière.

L'économie a subi un choc terrible énorme lors de la pandémie, avec une forte hausse des taux d'intérêt. Nous étions très préoccupés en raison du taux d'endettement. La banque tirait la sonnette d'alarme depuis plusieurs années concernant le taux d'endettement des ménages, car nous pensions que s'il y avait un choc économique qui nécessitait une hausse des taux d'intérêt, cela exercerait une forte pression sur les ménages.

Les ménages ont subi de fortes pressions, bien sûr, mais nous avons traversé la pandémie sans problèmes de stabilité financière. Nous continuons de surveiller la situation.

La sénatrice McBean : Merci.

[Français]

Le sénateur Dalphond : Bienvenue au comité sénatorial.

[Traduction]

Dans votre publication intitulée *Enquête sur les perspectives des entreprises* du troisième trimestre de cette année, dont vous avez parlé dans vos réponses, vous mentionnez l'incertitude. Bon nombre de vos observations portent sur l'incertitude. Cette incertitude freine les intentions d'investissement, et ce, malgré l'impression que les choses s'améliorent progressivement et que l'incertitude perçue diminue légèrement.

The budget provides incentives to invest in new technologies and the acceleration of artificial intelligence. Do you think the market will follow that, or will you wait to understand what the big game will be? This is okay, as long as we have clients to purchase what we produce at a lower price with greater productivity. At the end of the day, can uncertainty be summarized as mainly what's coming out next year, in 2026, with CUSMA?

Mr. Macklem: I would agree. Uncertainty is still going to hold back investment. As long as there's uncertainty, businesses are going to have a hard time taking big investment decisions.

The budget is leaning into investment in a big way. That's going to help. It will also be helpful, though, if that uncertainty gets reduced. I think we need to be realistic. I don't think this U.S. administration is going to wake up and completely change their colours. They've demonstrated that they like a certain amount of unpredictability. Whether you're the Bank of Canada, a parliamentarian or a business taking decisions, we all have to recognize that we're in a different world. There's more uncertainty. We still need to take interest rate decisions, and businesses still need to take investment decisions. You can't wait forever. The world is going to be more uncertain, and the U.S. is not the only source of uncertainty.

As a business, businesses know their decisions much better than we do, but if you wait until a business opportunity is almost a sure thing, you can be sure that somebody else has already taken that business opportunity. You have to take some risk.

Hopefully, the budget encourages businesses, adds a bit of juice, provides a bit more certainty, and the tax provisions increase the returns, which encourages that boldness. We will see what the uptake is.

Senator Dalphond: I understand that you're doing a quarterly outlook and you're trying to get the pulse of businesses almost on a weekly basis, so you would be the first to tell us if something is moving at the beginning of January, I suppose.

Mr. Macklem: Yes, we survey businesses quarterly, certainly larger businesses. Those are actually in-person interviews. We also do a more rapid digital survey, an electronic survey, mostly of small- and medium-sized businesses. That will give us some sense before getting to our January outlook what the reaction to business is.

Le budget comprend des mesures incitatives à l'investissement dans les nouvelles technologies et l'accélération du développement de l'intelligence artificielle. Selon vous, le marché suivra-t-il cette tendance ou attendrez-vous de voir comment les choses évoluent? Cela ne pose pas problème, tant que nous avons une clientèle pour acheter ce que nous produisons à un prix inférieur et avec une plus grande productivité. En fin de compte, peut-on dire que l'incertitude est principalement liée à ce qui se produira l'an prochain, en 2026, avec l'ACEUM?

M. Macklem : Je suis d'accord. L'incertitude continuera de freiner l'investissement. Les entreprises auront de la difficulté à prendre des décisions d'investissement importantes tant que l'incertitude persistera.

Le budget est fortement axé sur l'investissement. Cela va aider. Cependant, il serait aussi utile que l'incertitude diminue. Je pense que nous devons être réalistes. Je ne pense pas que l'administration américaine actuelle va se réveiller et faire volte-face. Elle a démontré qu'elle aime bien un certain degré d'imprévisibilité. Que ce soit la Banque du Canada, un parlementaire ou une entreprise qui prend des décisions, nous devons tous reconnaître que nous vivons dans un monde différent. L'incertitude est plus grande. Nous avons toujours des décisions à prendre concernant les taux d'intérêt, et les entreprises ont toujours des décisions à prendre en matière d'investissement. On ne peut pas attendre indéfiniment. Le monde va devenir plus incertain, et les États-Unis ne sont pas la seule source d'incertitude.

Les entreprises sont plus au fait que nous des décisions qu'elles doivent prendre, mais si vous attendez une quasi-certitude lorsqu'une occasion commerciale s'offre à vous, vous pouvez être assuré que quelqu'un d'autre aura déjà saisi cette occasion. Il faut prendre des risques.

Il est à espérer que le budget encouragera les entreprises et leur donnera un peu d'élan et un peu plus de certitude, et que les dispositions fiscales augmenteront le rendement, ce qui favorisera cette audace. Nous verrons bien leur réaction.

Le sénateur Dalphond : Je crois comprendre que vous publiez des perspectives trimestrielles et que vous tentez de prendre le pouls des entreprises presque chaque semaine, de sorte que vous serez le premier à nous dire si les choses commencent à bouger au début de janvier, je suppose.

M. Macklem : Oui, nous menons des enquêtes auprès des entreprises chaque trimestre, en particulier les grandes entreprises, sous forme d'entrevues en personne. Nous menons également des enquêtes plus rapides en ligne, des sondages électroniques, principalement auprès des PME. Cela nous donnera une idée de la réaction des entreprises avant notre enquête sur les perspectives de janvier.

You're looking at those surveys; you can see, yes, here's what's holding back investment. It's going to be interesting to see what the impact of the budget is on those perceptions.

Senator Dalphond: Thank you.

Senator Martin: Thank you very much. My colleagues have asked some of the questions that I had, but just earlier to Senator McBean, you mentioned that household debt is going down. I'm looking at a report about household debt in Canada in 2025, and debt is growing rather than decreasing based on this report, and average debt also varies depending on geography. I think it's important for those regional analyses.

In this report, they say that Canadian families are still struggling in spite of the lowering of the interest rate. The dollar just doesn't stretch very far. Governor, you said that higher prices haven't gone down. It's very concerning to read these reports and the reality that we're seeing across the country, that prices are not going down in spite of the lower interest rate.

Ms. Rogers: I think one difficulty for us in communicating is we deal very much in aggregates. We look at the economy as a whole. Senator Ringuette was asking about local economies.

In our *Monetary Policy Report* and most of our communication, we're always talking about the economy as a whole, aggregate numbers, average numbers. They mask a lot of diversity across the country, households and income levels.

You're absolutely right, Senator Martin, there are certainly households that are struggling more than others and for whom debt levels are still adding a lot of pressure. It's important that we acknowledge that.

Senator Martin: Are there warning signs the bank monitors closely to anticipate a corrective adjustment in consumer spending or credit markets?

Ms. Rogers: Yes. In addition to our quarterly *Monetary Policy Report*, once a year, we put out the *Financial Stability Report*. We look across households and businesses, and we look for stress indicators. This is, I think, what Senator McBean was asking about. We look for how many households are more than 60 days behind on payments, for example. Those are the types of things that we look at to gauge whether households are feeling credit stressed or not, and that does affect consumption, certainly.

Ces enquêtes permettent de voir les facteurs qui freinent l'investissement. Il sera intéressant de voir quelle sera l'incidence du budget sur ces perceptions.

Le sénateur Dalphond : Merci.

La sénatrice Martin : Merci beaucoup. Mes collègues ont posé certaines des questions que je voulais poser, mais plus tôt, vous avez dit à la sénatrice McBean que l'endettement des ménages est en baisse. Je regarde un rapport sur l'endettement des ménages au Canada en 2025. Selon ce rapport, l'endettement est en hausse et non en baisse, et l'endettement moyen varie aussi d'une région à l'autre. Je pense que c'est important pour les analyses régionales.

Dans ce rapport, on indique que les familles canadiennes sont toujours dans une situation difficile malgré la baisse des taux d'intérêt. Ils en ont moins pour leur argent. Monsieur le gouverneur, vous avez dit qu'il n'y a pas eu de baisse et que les prix demeurent élevés. Il est très préoccupant de lire ces rapports et de voir la réalité d'un bout à l'autre du pays, à savoir que les prix ne baissent pas malgré la baisse des taux d'intérêt.

Mme Rogers : Je pense que ce qui est difficile pour nous, sur le plan des communications, c'est que nous examinons principalement des agrégats. Nous examinons l'économie dans son ensemble. La sénatrice Ringuette a posé des questions sur les économies locales.

Dans notre *Rapport sur la politique monétaire* et dans la plupart de nos communications, nous parlons toujours de l'économie dans son ensemble, de chiffres globaux et de moyennes. Cela masque les importantes disparités que l'on observe au pays selon les ménages et les niveaux de revenu.

Vous avez tout à fait raison, sénatrice Martin : il y a sans doute des ménages qui ont plus de difficultés que d'autres et qui subissent encore des pressions accrues en raison de leur niveau d'endettement. Il est important de le reconnaître.

La sénatrice Martin : La banque surveille-t-elle de près certains signes avant-coureurs afin de prévoir une correction des dépenses de consommation ou des marchés du crédit?

Mme Rogers : Oui. Outre notre *Rapport sur la politique monétaire*, qui est trimestriel, nous publions une fois par année le *Rapport sur la stabilité financière*. Nous examinons l'ensemble des ménages et des entreprises, avec une attention particulière sur les indicateurs de pression. Je pense que c'est ce que la sénatrice McBean voulait savoir. Nous cherchons à savoir combien de ménages ont plus de 60 jours de retard pour leurs paiements, par exemple. Voilà le genre d'éléments que nous examinons pour déterminer si les ménages ressentent des pressions liées au crédit ou non, ce qui a certainement une incidence sur la consommation.

[Translation]

The Chair: Before moving on to the second round, I have a question.

Next year, in 2026, the monetary policy framework will be renewed. There is relatively broad consensus in Canada on the 2% target. However, there has been some debate — as you may recall, since you have been here a few times — about core inflation. I believe your colleague, Deputy Governor Mendes, gave a speech on this topic. Can you shed some light on this for us? Because there has been some controversy regarding the fact that core inflation was underestimated by the Bank of Canada.

Mr. Macklem: To be clear, our targets are for total CPI. We use core inflation measures to give us indications of persistence and inflation trends, because there is always “noise” in month-to-month measurements. In recent years, we have found that with more supply shocks and all kinds of different shocks in the economy, it is more difficult to eliminate the “noise” in order to see the trend.

This might be a better way of explaining it. Historically, certain sectors such as food and fuel are very volatile. A simple measure to counter core inflation would be to remove them. We know that all households need food and fuel. It's not that these sectors aren't important, but they tend to be volatile.

The pandemic, Russia's attack on Ukraine and tariffs are impacting various sectors, and not just the food and fuel sectors. Disruptions are also being felt in supply chains. We are closely examining the situation to find the best way to measure core inflation. We are asking ourselves the following question: Is it better to have one, two or three measures of core inflation — we currently have two — or would it be better to simply publish the range and, each time, give our perspective on how to measure core inflation?

We will soon be publishing a listing of all these indicators, which we are reviewing and want to share with everyone. We are still considering the best way to proceed, and we will make the decision when we renew our monetary policy framework.

[English]

Senator Marshall: Governor, food inflation is an issue that keeps cropping up at home. I live in the most easterly part of Canada. Can you give us any insight or any trend lines as to where you think food inflation is going? Do you think it's going

[Français]

Le président : Avant de passer à la deuxième ronde, j'aurais une question.

L'an prochain, en 2026, ce sera le renouvellement du cadre de la politique monétaire. La cible de 2 % fait relativement consensus au Canada. Par contre, il y a eu un débat — vous vous en souviendrez, vous êtes venu ici à quelques reprises — sur l'inflation sous-jacente. Je pense que votre collègue le sous-gouverneur Mendes a fait un discours là-dessus. Pouvez-vous nous éclairer? Parce qu'il y a eu un peu de controverse en ce qui a trait au fait que l'inflation sous-jacente était sous-estimée par la Banque du Canada.

M. Macklem : Pour être clair, nos cibles sont pour l'IPC total. On utilise les mesures d'inflation sous-jacente pour nous donner des indications de persistance, de tendance de l'inflation, parce qu'il y a toujours du « bruit » dans les mesures d'un mois à l'autre. Nous avons trouvé dans les dernières années qu'avec plus de chocs d'offres et avec toutes sortes de chocs différents dans l'économie, il est plus difficile d'éliminer le « bruit » pour regarder la tendance.

Pour expliquer un peu mieux, historiquement, certains secteurs comme celui de l'alimentation et du carburant sont très volatils. Une mesure simple pour contrer l'inflation sous-jacente serait de les supprimer. Nous savons que tous les ménages ont besoin de nourriture et de carburant. Ce n'est pas que ces secteurs ne sont pas importants, mais ils ont tendance à être volatils.

La pandémie, l'attaque de la Russie sur l'Ukraine et les droits de douane ont un impact sur les différents secteurs. Il ne s'agit pas que des secteurs de l'alimentation et du carburant. Des perturbations peuvent aussi se faire sentir dans les chaînes d'approvisionnement. Nous examinons de près la situation pour trouver la meilleure manière de mesurer l'inflation sous-jacente. Nous nous posons alors la question suivante : est-il préférable d'avoir une, deux ou trois mesures d'inflation fondamentale — nous en avons deux en ce moment —, ou serait-il préférable de tout simplement publier l'éventail et, chaque fois, de donner notre perspective pour mesurer l'inflation sous-jacente?

Nous publierons sous peu un tableau de bord qui énumérera tous ces indicateurs. Ce sont des indicateurs que nous examinons et que nous voulons partager avec tout le monde. Nous considérons toujours la meilleure façon de procéder, et nous prendrons la décision avec le renouvellement de notre cadre de politique monétaire.

[Traduction]

La sénatrice Marshall : Monsieur le gouverneur, l'inflation du prix des aliments est un problème qui est sur toutes les lèvres dans ma région. J'habite complètement à l'est du pays. Pouvez-vous nous éclairer ou parler des tendances que vous

to stabilize or get worse? Winter is coming. Can you give me some insight into that?

Ms. Rogers: Yes. The governor just mentioned when he was responding to the previous question that food is one of the parts of inflation that can be pretty volatile. There is a variety of factors that affect food, and some of them are global. For example, commodity prices and global transportation supply chains can move the price of food. When Russia invaded Ukraine, we saw a big run-up in food prices around the world. That's the type of thing that affects food.

Trade policy in general can play a role. We saw the tariffs, in fact, playing a direct role on food prices earlier in the year. When we had counter tariffs, you saw some grocery stores actually labelling food. Since we import a lot of our food, the exchange rate can play a role. Then there are also weather events. All of those things are hard to predict. The last one, certainly, is very hard to predict. So it is difficult to say with any certainty that we expect food inflation to go in a certain direction.

In our current forecast, we expect some of the price pressure that has been on food to come off a bit. There is some sort of lag in the effects of exchange rates, transportation costs, fuel and that sort of thing. We expect some of that pressure to come down, but if a sudden supply shock affected food, it could change.

Senator Loffreda: A significant number of Canadian households will renew mortgages over the next 12 to 24 months at materially higher rates, and, as we know, uncertainty pushes up bond yields and keep long-term rates high despite your recent cuts. This creates financial stress for middle-class families and affects consumer confidence and demand. How is the Bank of Canada assessing the macroeconomic risks associated with the renewal shock? To what extent is this factor incorporated into your current policy stance? Does the Bank of Canada believe current lender flexibility and amortization relief mechanisms are sufficient to avoid broader drag on the economy?

Ms. Rogers: I'll go in reverse order, starting with your last question.

You are right. About 30% of outstanding mortgages will renew over the next year, and in the lifecycle of mortgages, that is the mortgages that were taken out when interest rates were

percevez concernant l'inflation du prix des aliments? La situation va-t-elle se stabiliser ou s'aggraver, à votre avis? L'hiver approche. Pouvez-vous m'aider à y voir plus clair?

Mme Rogers : Oui. Dans sa réponse à la question précédente, le gouverneur a indiqué que l'inflation peut être très volatile dans le secteur de l'alimentation. Divers facteurs, dont certains sont mondiaux, ont une incidence à cet égard. Par exemple, les prix des produits de base et les chaînes d'approvisionnement mondiales dans le secteur des transports peuvent influencer le prix des denrées alimentaires. Lorsque la Russie a envahi l'Ukraine, nous avons observé une hausse marquée du prix des denrées alimentaires dans le monde entier. Voilà le genre de choses qui ont une incidence sur le secteur de l'alimentation.

Les politiques commerciales, en général, peuvent jouer un rôle. Nous avons constaté que les droits de douane ont eu une incidence directe sur les prix des denrées alimentaires plus tôt cette année. Lorsque des contre-mesures tarifaires ont été imposées, des épiceries ont commencé à étiqueter les aliments. En outre, le taux de change peut aussi avoir une incidence, puisque nous importons une bonne partie de nos denrées alimentaires. À cela s'ajoutent les phénomènes météorologiques. Tous ces facteurs sont difficiles à prévoir. Le dernier, en particulier, est très difficile à prévoir. Donc, il est difficile de prévoir avec certitude une tendance quelconque de l'inflation du prix des aliments.

Dans nos prévisions actuelles, nous nous attendons à ce que les pressions sur les prix des denrées alimentaires s'atténuent légèrement. Les effets des taux de change, des coûts de transport, du carburant et d'autres facteurs semblables se font sentir avec un certain décalage. Nous prévoyons une diminution de cette pression, mais cela pourrait changer advenant un choc soudain de l'offre de denrées alimentaires.

Le sénateur Loffreda : Au cours des 12 à 24 prochains mois, un nombre important de ménages canadiens renouveleront leur prêt hypothécaire à des taux nettement plus élevés et, comme nous le savons, l'incertitude pousse le rendement des obligations à la hausse et maintient les taux à long terme à un niveau élevé, malgré vos récentes réductions. Cela crée un stress financier pour les familles de la classe moyenne et a une incidence sur la confiance et la demande des consommateurs. Comment la Banque du Canada évalue-t-elle les risques macroéconomiques associés au choc du renouvellement? Dans quelle mesure ce facteur est-il pris en compte dans votre politique actuelle? La Banque du Canada est-elle d'avis que la flexibilité actuelle des prêteurs et les mécanismes d'allègement de l'amortissement sont suffisants pour éviter que cela devienne un frein à l'économie?

Mme Rogers : Je vais répondre dans l'ordre inverse, en commençant par votre dernière question.

Vous avez raison. Environ 30 % des prêts hypothécaires en cours seront renouvelés au cours de la prochaine année, et dans le cycle de vie des prêts hypothécaires, il s'agit des prêts

quite low. There is a portion of those households that will see a larger shock. We think it's about half of the renewing mortgages because in any given year there are mortgages that are renewing at a five-year term and also shorter terms. We have seen borrowers go into shorter terms over the last couple of years. So there is a portion within that renewal group that will see quite a large jump in payments.

We did worry a lot, and in previous meetings we've talked about this question before. We have seen that there is a combination of wage increases, savings rates and flexibility by lenders, although those things have combined so far to alleviate some of that stress. In talking to banks, we've seen households preparing for this point for quite a while, being quite responsible, knowing their payment is going to increase, using their savings and benefiting from some increase in wages. We don't expect to see a big jump in stress, but it is something we've watched all along and will definitely be watching. These are the last renewals that will come out of that period of very, very low interest rates.

Senator C. Deacon: Thank you again, governor and senior deputy. I want to drill deeper into stable coin regulation. The two major U.S. retailers are interested in issuing their own stable coin and have it develop in their own payment rail effectively by doing so. [Technical difficulties] is now in its seventieth year of being implemented. I can't remember the exact number. I'm just wondering about how you're looking at that. The other thing is about Canadian monetary sovereignty as an issue.

Mr. Macklem: I'll start. Stable coins to this point have not been used very much for payments. They've been largely used to intermediate between different crypto assets. The GENIUS Act certainly has the potential in the U.S. to change that. The legislation is in place. Obviously, there is still quite a bit of work to do to take that from a legislation to a regulatory regime, and that work is underway.

It is very important that Canada has its own regime for stablecoins. The government in this budget has indicated their intention to do that. The Bank of Canada will be responsible for overseeing the implementation of that.

The legislation hasn't been written. The regulations are a long way away. Broadly, what does that look like? The key about a stablecoin is that it is very important that it is, in fact, stable. That means that it is always convertible to money at par, because as soon as there are questions about whether that will happen, you will get a run on the stable coin, and the stable coin very

hypothécaires qui ont été contractés lorsque les taux d'intérêt étaient plutôt bas. Une partie de ces ménages subira un choc plus important. Nous pensons que cela représente environ la moitié des prêts hypothécaires qui seront renouvelés, car chaque année, certaines hypothèques sont renouvelées pour cinq ans, parfois moins. Nous avons constaté qu'au cours des deux ou trois dernières années, les emprunteurs optaient pour des périodes plus courtes. Donc, il y aura une hausse assez importante du montant des paiements pour une partie de ces prêts renouvelés.

Cela nous préoccupait beaucoup; nous avons d'ailleurs abordé la question lors de réunions précédentes. Nous avons constaté qu'il y a une combinaison de facteurs — augmentations salariales, taux d'épargne et souplesse des prêteurs —, même si ces éléments, ensemble, ont permis d'atténuer une partie de ce stress jusqu'à maintenant. Dans nos discussions avec les institutions bancaires, nous avons constaté que les ménages se préparent à une telle éventualité depuis un certain temps, qu'ils se montrent très responsables, sachant que leurs paiements vont augmenter, qu'ils utilisent leurs économies et qu'ils tirent parti d'augmentations de salaire. Nous ne nous attendons pas à une augmentation importante du stress financier. Cela dit, c'est un aspect que nous avons toujours surveillé et que nous aurons à l'œil. Il s'agit des derniers renouvellements liés à la période caractérisée par de très, très faibles taux d'intérêt.

Le sénateur C. Deacon : Merci encore, monsieur Macklem et madame Rogers. Je voudrais approfondir la question de la réglementation des cryptomonnaies stables. Les deux principaux détaillants américains souhaitent émettre leur propre cryptomonnaie stable et l'intégrer à leur propre système de paiement. [Difficultés techniques] en est à la 70^e année de mise en œuvre. J'oublie le nombre exact. Je me demande simplement comment vous voyez cela. L'autre question est la souveraineté monétaire du Canada en tant qu'enjeu.

M. Macklem : Je vais débuter. À ce jour, les cryptomonnaies stables ne sont pas souvent utilisées pour les paiements. Elles servent surtout d'intermédiaires entre divers cryptoactifs. La loi GENIUS américaine pourrait certainement changer la donne. La loi est en vigueur. Bien entendu, il faudra prendre bien d'autres mesures pour transformer la loi en régime réglementaire, et ces efforts sont en cours.

Il est très important que le Canada dispose de son propre régime pour les cryptomonnaies stables. Le gouvernement a indiqué dans son budget son intention d'aller dans ce sens. La Banque du Canada sera chargée de superviser la mise en œuvre de ce régime.

Le texte de loi n'a pas encore été rédigé. Nous sommes loin d'avoir une réglementation. De manière générale, à quoi ressemblera-t-elle? L'élément clé d'une cryptomonnaie stable est qu'elle doit réellement être stable. Cela signifie qu'elle doit toujours être convertible à la valeur de la devise, car dès que des doutes seront soulevés, les consommateurs se rueront sur la

rapidly becomes unstable. A key part of the legislative structure will be about the backing these stable coins need. The legislation needs to be written, but it's going to be high-quality, short-term, highly liquid assets. As part of our regime, we are going to need to make sure that if you have a stable coin, we want to see that you actually have the backing in place in high-quality, liquid assets.

The other part is you want to make sure that there's enough operational resilience so that this thing functions 24/7, and when you have the coin you can be confident that you use it. It will be our job to look at companies that ensure they have that operational resilience in both those respects.

It is somewhat similar to the oversight of retail payments. In retail payments we're looking to see if the companies have operational resilience, if they've got backing. I think that's why it makes sense to put this in the Bank of Canada.

Senator Yussuff: Governor, I'm looking at what's in front of us and I see the job market deteriorating even more rapidly than what we've seen in the last couple of months. Some of those numbers are going to show up quicker based on what's happening in auto, steel and aluminum because there's no sense of people going back any time soon.

More importantly, recently in Ontario with a couple of the big facilities those workers — the supply chains that feed those facilities are also going to be impacted in a dramatic way.

The bank still has significant room in its policy rate to trim. Is there a reason why you're not moving a little bit more aggressively to give Canadians some relief? We need to stimulate the economy and the budget will attempt to do some of that, but the budget is also going to drag because a lot of workers will be losing their job in the federal sector.

Where is the take-up going to come if you're not moving a little more aggressively to provide some liquidity for people to say, okay, I could take that extra money and put it to better use, but I'm not going to do that until I know the rates are going to come down even further.

Mr. Macklem: Well, we are providing some stimulus to the Canadian economy at 2.25%, we think that is at the bottom end of our zone of neutral, so we do think it is providing some stimulus.

cryptomonnaie stable, qui deviendra alors très rapidement instable. Un élément clé de la structure législative concernera le lien que ces cryptomonnaies stables doivent avoir avec des actifs. Le texte de loi doit être rédigé, mais les cryptomonnaies stables devront être arrimées à des actifs de grande qualité, à court terme et d'une très grande liquidité. Dans le cadre de notre régime, nous devrons nous assurer que les cryptomonnaies stables sont adossées à des liquidités de grande qualité.

L'autre aspect consiste à s'assurer que la résilience opérationnelle est suffisante pour que le système fonctionne 24 heures sur 24, sept jours sur sept, et que les détenteurs de cryptomonnaie peuvent s'en servir en toute confiance. Il nous incombera de surveiller les entreprises qui garantissent cette résilience opérationnelle pour atteindre ces deux objectifs.

Cela s'apparente quelque peu à la surveillance des paiements de détail. Pour les paiements de détail, nous cherchons à déterminer si les entreprises ont une résilience opérationnelle, si elles sont adossées à des actifs. Pour cette raison, je pense qu'il est logique de confier cette tâche à la Banque du Canada.

Le sénateur Yussuff : Monsieur le gouverneur, je me tourne vers l'avenir et je m'attends à ce que le marché de l'emploi faiblisse encore plus rapidement que dans les deux ou trois derniers mois. Certains nombres vont augmenter plus rapidement en raison de la conjoncture dans les secteurs de l'automobile, de l'acier et de l'aluminium, car rien ne laisse présager un retour rapide au travail.

Plus important encore, récemment, à certaines grandes usines en Ontario, ces travailleurs... les chaînes d'approvisionnement qui créent de la demande pour ces usines vont également être gravement touchées.

La banque dispose encore d'une marge de manœuvre considérable pour réduire son taux directeur. Y a-t-il une raison pour laquelle vous ne le réduisez pas plus radicalement, ce qui donnerait un peu de répit aux Canadiens? Nous devons stimuler l'économie, et le budget prévoit des mesures en ce sens. Or, il aura également un effet négatif, car de nombreux travailleurs perdront leur emploi dans la fonction publique fédérale.

Qu'est-ce qui stimulera l'économie si vous ne baissez pas le taux directeur plus radicalement pour fournir des liquidités aux ménages? Ils se disent : « D'accord, je pourrais utiliser ces fonds supplémentaires à meilleur escient, mais je ne le ferai pas tant que je n'aurai pas la certitude que les taux vont encore baisser. »

M. Macklem : Eh bien, nous stimulons quelque peu l'économie canadienne étant donné que le taux directeur s'élève à 2,25 %. Selon nous, ce taux se situe dans la partie inférieure de notre zone neutre. Nous pensons donc que ce taux stimule l'économie.

Your question is why not provide more? That comes down to the fact that our primary mandate is to keep inflation close to 2%. As I highlighted, this isn't a normal cyclical slowdown, it's partly a structural adjustment. Unfortunately, tariffs have destroyed some of our capacity in this country and they're adding new costs so that is keeping inflation up, and Canadians really don't like inflation.

A whole new generation of Canadians experienced significant inflation for the first time in 2022, and we're still seeing the tail of that.

We don't want that to happen again so we've got to find this balance. Our outlook is we don't think the economy is going to continue contracting, we think it will grow, albeit weak growth. We think we've gotten about the right balance of where we are now, based on our outlook. If things are significantly worse than our outlook, we're prepared to do more.

[Translation]

Senator Henkel: Everyone agrees that there is a great need to invest, reduce our dependence on foreign countries and strengthen our economic sovereignty. We also know that Canadians have plenty of savings that are underutilized. Why isn't the Bank of Canada more actively promoting the idea of true patriotic financing to channel Canadians' savings, for example, toward their own SMEs? In your opinion, what would be the most effective model for achieving this?

Mr. Macklem: I'm not sure I understood your question. You'd like —

Senator Henkel: I was talking about a way for Canadians, with savings that are being underutilized, to reinvest in the Canadian economy, and perhaps also to consider an idea that might come from you on how to properly manage this underutilized money.

Mr. Macklem: That's really a decision that should come from the Department of Finance. We advise the government on debt strategy, but it's really their strategy.

The good news is that we have a very efficient bidding system for Canadian bonds. It's very strong. We sell them on the market in an auction system. It's very efficient. Our interest rate on 10-year bonds is about 3.25%. In the United States, it's 4.25%. So, we're well below that.

Vous demandez pourquoi nous ne le faisons pas davantage. Cela tient au fait que notre mandat principal est de maintenir l'inflation à environ 2 %. Comme je l'ai souligné, nous ne traversons pas un ralentissement cyclique normal; il s'agit en partie d'un ajustement structurel. Malheureusement, les droits de douane ont miné une partie de la capacité canadienne en plus d'ajouter de nouveaux coûts, ce qui maintient l'inflation à un niveau élevé, et les Canadiens ne sont pas du tout friands de l'inflation.

Une toute nouvelle génération de Canadiens a subi les contrecoups d'une inflation élevée pour la première fois en 2022, et nous en ressentons encore les effets aujourd'hui.

Nous ne voulons pas que ce scénario se reproduise, alors nous devons trouver un équilibre. Selon nos prévisions, l'économie ne va pas continuer à reculer; nous pensons qu'elle va croître, même si la croissance sera faible. Selon nos prévisions, nous pensons avoir trouvé le bon équilibre en ce moment. Si la situation se détériorait beaucoup plus que ce que nous prévoyons, nous serons prêts à prendre des mesures supplémentaires.

[Français]

La sénatrice Henkel : Tout le monde s'accorde pour dire qu'il y a une grande nécessité d'investir, de réduire notre dépendance à l'étranger et de renforcer notre souveraineté économique. Nous savons aussi que l'épargne canadienne est abondante, mais sous-utilisée. Pourquoi la Banque du Canada ne pousse-t-elle pas plus activement l'idée d'un véritable financement patriote en vue d'orienter l'épargne des Canadiens, par exemple, vers leurs propres PME? Selon vous, à quoi ressemblerait le modèle le plus efficace pour y parvenir?

M. Macklem : Je ne suis pas sûr d'avoir bien compris votre question. Vous voulez une...

La sénatrice Henkel : Je parlais d'une façon pour les Canadiens, avec l'épargne qui est sous-utilisée aujourd'hui, de réinvestir dans l'économie canadienne, et peut-être aussi de passer par une idée qui viendrait de vous pour bien gérer cet argent qui est sous-utilisé.

M. Macklem : C'est vraiment une décision que devrait prendre le ministère des Finances. Nous donnons des conseils au gouvernement sur la stratégie par rapport à la dette, mais c'est vraiment leur stratégie.

La bonne nouvelle, c'est que nous avons un système très efficace de demande pour les obligations canadiennes. C'est très fort. Nous les vendons sur le marché dans un système d'actions. C'est très efficace. Notre taux d'intérêt sur les obligations sur 10 ans est d'à peu près 3,25 %. Aux États-Unis, c'est 4,25 %. Nous sommes donc très en dessous.

If the government wants to create opportunities for new investors, that's always possible, but selling to everyone is much more expensive than selling on the markets. You need to manage all the relationships between people. It's a question of determining the most effective way to limit debt.

[English]

Senator Dalphond: The question is about how the bank sees the spread between your lending rate — the bank rate — the mortgage rates and the commercial rates over time. Sometimes it's very tight, it's almost 1%, and sometimes it's like 4%. How do you see it on the short and medium term?

Ms. Rogers: Well, we only set one rate. There are a lot of things that go into those rates. Primarily those rates always reflect where rates are but also where they're going. I mean, we only set one rate but the margins are — the spreads are quite tight right now.

Senator Dalphond: Do you expect this is going to be an assumption that will remain?

Mr. Macklem: If we saw a situation where we thought our monetary policy was not getting transmitted through we would be concerned about that, but we're not seeing that.

Senator Varone: Without diminishing the importance of the auto sector toward the Canadian GDP, I mean, my numbers tell me that it's about \$55 billion that it adds to Canada's GDP with 450,000 jobs pretty much at risk, but all the risk is external to Canada in terms of the impact, whether it be CUSMA, whether it be tariffs.

And then you juxtapose that to the Canadian homebuilding industry that adds about \$140 billion to the GDP with 1.2 million jobs at risk and all its issues are made in Canada.

Are we spending enough time, in terms of the importance of bolstering the homebuilding sector, which is in Armageddon right now, versus all the time we're spending worrying about tariffs?

Mr. Macklem: I'm not sure we have a very good answer for that. What we see in the housing market is some strengthening in starts and some strengthening in resales. It does depend — as the Senior Deputy Governor highlighted, we don't have one housing market in Canada we've got many local markets. And certainly Toronto is in a very different situation than a lot of the rest of the country.

Si le gouvernement veut créer des débouchés pour de nouveaux investisseurs, c'est toujours possible, mais vendre à tout le monde, c'est beaucoup plus cher que vendre sur les marchés. Vous avez besoin de gérer toutes les relations entre les gens. C'est une question de déterminer quelle est la façon la plus efficace de limiter la dette.

[Traduction]

Le sénateur Dalphond : Je me demande comment la banque perçoit l'écart entre votre taux d'emprunt — le taux directeur —, les taux hypothécaires et les taux commerciaux au fil du temps. Parfois, cet écart est très faible — il oscille autour de 1 % —, et parfois, il atteint 4 %. Quelle est votre perspective à court et moyen termes?

Mme Rogers : Eh bien, nous ne fixons qu'un seul taux. Ces taux dépendent de nombreux facteurs. Ils reflètent principalement les taux actuels, mais aussi leur évolution future. Nous ne fixons qu'un seul taux, mais les marges sont... les écarts sont assez faibles en ce moment.

Le sénateur Dalphond : Pensez-vous que cette supposition va perdurer?

M. Macklem : Si nous constatons que notre politique monétaire ne produisait pas les effets escomptés, nous nous en inquiéterions, mais ce n'est pas le cas.

Le sénateur Varone : Sans vouloir minimiser l'importance du secteur automobile pour le PIB canadien... Les nombres que je vois m'indiquent qu'il contribue au PIB du Canada à hauteur d'environ 55 milliards de dollars et qu'il représente quelque 450 000 emplois qui sont plutôt menacés. Or, tous les risques dépendent de facteurs externes au Canada, que l'on pense à l'ACEUM ou aux droits de douane.

Comparons ce secteur à l'industrie canadienne de la construction résidentielle, qui contribue au PIB à raison d'environ 140 milliards de dollars. Ses 1,2 million d'emplois sont menacés, et tous ses problèmes tirent leur origine au Canada.

Consacrons-nous suffisamment de temps à la relance du secteur de la construction immobilière, qui traverse actuellement une crise sans précédent, par rapport au temps que nous passons à nous inquiéter des droits de douane?

M. Macklem : Je ne pense pas que nous ayons une réponse très satisfaisante à cette question. Nous observons sur le marché immobilier une certaine augmentation des mises en chantier et des reventes. Cela dépend... Comme l'a souligné la première sous-gouverneure, le Canada ne compte pas un seul marché immobilier, mais plutôt de nombreux marchés locaux. Et Toronto se trouve sans contredit dans une situation distincte de la plupart des régions du pays.

But household spending, housing, we have seen it pick up a bit. We expect modest growth.

To get back to the questions about the need for more housing, the population growth has come down a lot. So the number of new houses we are going to need isn't growing as rapidly, but there is a stock, we've got a long way to catch up. So we're going to need a long period of pretty strong housing construction to close that gap.

The government has put in a number of measures. I would highlight that a lot of the decisions that matter the most are at the municipal level, they're not at the federal level. The federal government has certainly wished to try to encourage municipalities, but a lot of it is going to come down to municipalities.

The final thing is if we want to build more houses quickly, we do have to improve productivity in the housing sector. If you look at the time to completion of housing, it looks like a straight upward line. We've got to bend that curve back down. I've talked to a lot of home builders about, for example, these new more modular homes. Yes, it's pretty clear there are mixed reactions across the industry. Some people are quite hesitant. There are some initiatives in this direction in this country. Whether it's that or other initiatives, if we want to close that gap, we have to build houses more efficiently.

Senator Wallin: Just to be interested in a comment because you've talked about our vulnerability vis-à-vis the United States and the uncertainty. There seems to be a renewed embrace of China as both a trading partner and a "strategic" partner. What concerns do you have about that, if any, in terms of our vulnerability or using that as a new option?

Mr. Macklem: Well, I mean, we're not really here to talk about geopolitical tensions. I mean, from an economic point of view, China's the second-biggest economy in the world. It's an important buyer particularly of natural resources, particularly agriculture.

Senator Wallin: Except canola.

Mr. Macklem: I was in Saskatchewan, certainly Chinese tariffs on canola are a huge issue. Look, if we can improve our trade relationship with China, that will be a good thing for the Canadian economy.

Senator McBean: You mentioned in your opening remarks how the Canadian financial environment is experiencing structural challenges. You also mentioned in response to

Mais les dépenses des ménages et le logement connaissent une légère reprise. Nous prévoyons une croissance modérée.

Pour revenir aux questions concernant le besoin acru en logements, je dirai que la croissance démographique a considérablement ralenti. Le nombre de nouveaux logements nécessaires n'augmente donc pas aussi rapidement, mais nous avons beaucoup de retard à rattraper. Il faudra donc une longue période de construction intensive de logements pour combler l'écart.

Le gouvernement a mis en place un certain nombre de mesures. Je souligne que bon nombre des décisions qui importent le plus sont prises au niveau municipal, et non au niveau fédéral. Le gouvernement fédéral souhaite certainement inciter les municipalités à agir, mais bien des décisions leur reviendront.

Enfin, si nous voulons construire plus de maisons rapidement, nous devons améliorer la productivité dans le secteur du logement. Le temps nécessaire à la construction d'un logement est représenté par une ligne droite ascendante. Nous devons inverser cette tendance. J'ai discuté avec de nombreux constructeurs immobiliers, notamment des nouvelles maisons plus modulaires. Oui, les réactions sont manifestement mitigées dans l'ensemble du secteur. Certains sont très hésitants. Des initiatives en ce sens sont en cours au Canada. Qu'on mise sur ces initiatives ou d'autres, si nous voulons combler l'écart, nous devons construire des maisons plus efficacement.

La sénatrice Wallin : J'aimerais vous entendre sur un sujet, car vous avez évoqué notre vulnérabilité face aux États-Unis ainsi que l'incertitude. Il semble y avoir un regain d'intérêt pour la Chine, à la fois comme partenaire commercial et comme partenaire « stratégique ». Quelles sont vos préoccupations, le cas échéant, par rapport à notre vulnérabilité ou à la possibilité de nous tourner vers la Chine?

Mr. Macklem : Eh bien, nous ne sommes pas vraiment ici pour parler des tensions géopolitiques. D'un point de vue économique, je pourrais dire que la Chine est la deuxième économie mondiale. C'est un acheteur important, en particulier de ressources naturelles et de produits agricoles.

La sénatrice Wallin : À l'exception du canola.

Mr. Macklem : J'étais en Saskatchewan et, effectivement, les droits de douane chinois imposés au canola constituent un problème majeur. Écoutez, si nous pouvons améliorer notre relation commerciale avec la Chine, l'économie canadienne s'en portera mieux.

La sénatrice McBean : Dans votre déclaration liminaire, vous avez mentionné les défis structurels auxquels fait face le secteur financier canadien. Vous avez également mentionné, en

Senator Varone that one of the risks is the AI bubble that we're in right now.

I'm wondering, to be more specific on that risk, to what extent is the bank concerned that elevated equity valuations in AI-related stocks could pose financial stability risks to Canada's broader economy? If we go back since the 2000s at all the different times that the tech environment has crashed and the severe impacts it's had on the broader economy, I'm wondering if our banks and businesses have enough resilience built into them.

Mr. Macklem: Well, I don't know if it's good news or bad news, but we don't have any big, huge AI companies in this country. We don't have the global tech champions. If there was a sharp correction in AI, it would affect large American companies more than our companies. We have some very successful companies, but they're not as big a part of the Canadian economy. That's actually probably part of our problem. If there was a big correction, it would certainly slow the economy. Whether it would really impair the financial system is a more open question.

When the dot-com bubble burst, in the U.S. it caused a shallow recession, but it didn't cause a huge financial stability problem because these were mostly equity investors. People lost money, but banks were well capitalized; they weren't bank loans, they were equity. Banks were able to continue functioning, making loans so that we got out of that pretty quickly.

Contrast that to the subprime mortgage prices in 2008-09, when the housing market slowed sharply in the U.S., a lot of those mortgages turned out to be worth a lot less than their par value. That did impair the U.S. banks, some of them failed. That caused a much worse recession. There was a long period of de-leveraging, so it took a long time to get out of that.

What happens with AI is really going to depend on is it equity losses that have a — I'm not trying to minimize the impact on the economy, but it wouldn't be as big or as long-lasting as if it gets into the core of the financial system.

Senator McBean: But is it possible that we run into a bit of a perfect storm here where if we have increased job losses, we also have lots of mortgage defaults so the banks are having to fight with the resiliency on that effort? And at the same time, even if

réponse au sénateur Varone, que la bulle de l'IA dans laquelle nous nous trouvons actuellement représente un des risques qui pèse sur le milieu.

Je me demande, pour décortiquer ce risque, dans quelle mesure la banque s'inquiète de la valorisation élevée des actions liées à l'IA, qui pourrait menacer la stabilité financière de l'économie canadienne dans son ensemble. Étant donné toutes les périodes où le secteur technologique s'est effondré depuis le début des années 2000 — ce qui a entraîné de graves répercussions sur l'économie dans son ensemble —, je me demande si nos banques et nos entreprises sont suffisamment résilientes.

M. Macklem : Eh bien, je ne sais pas si c'est une bonne ou une mauvaise chose, mais nous n'avons pas de grandes entreprises spécialisées en IA au Canada. Nous n'avons pas de champions mondiaux dans le domaine des technologies. Si le monde de l'IA subissait une forte correction, les grandes entreprises américaines seraient plus touchées que les nôtres. Nous avons quelques entreprises très prospères, mais elles ne représentent pas une part aussi importante de l'économie canadienne. C'est probablement en partie là que réside notre problème. Si une forte correction venait à se produire, l'économie ralentirait certainement. On ne peut cependant pas affirmer avec certitude que cela fragiliserait réellement le système financier.

Lorsque la bulle technologique a éclaté, les États-Unis ont connu une légère récession, mais cela n'a pas entraîné de problème majeur de stabilité financière, car les personnes touchées étaient surtout des investisseurs en actions. Les gens ont perdu de l'argent, mais les banques étaient bien capitalisées; les actions, et non pas les prêts bancaires, ont subi un revers. Les banques ont pu continuer à exercer leurs activités et à accorder des prêts, ce qui a permis de mettre assez rapidement cette situation derrière nous.

Comparons cette crise à celle des prêts hypothécaires à risque en 2008-2009, lorsque le marché immobilier a fortement ralenti aux États-Unis : bon nombre de ces prêts hypothécaires se sont avérés valoir beaucoup moins que leur valeur nominale. Cette crise a fragilisé les banques américaines, et certaines ont fait faillite; elle a provoqué une récession bien plus grave. Il y a eu une longue période de réduction du levier d'endettement, et il a donc fallu beaucoup de temps pour s'en sortir.

Pour le scénario entourant l'IA, il faudra voir s'il y a perte de capitaux propres qui ont un... Je ne cherche pas à minimiser les répercussions du secteur sur l'économie, mais elles ne seraient pas aussi graves ou durables que si le cœur du système financier était touché.

La sénatrice McBean : Mais est-il possible que tous les éléments soient réunis pour miner la résilience des banques? En effet, l'augmentation potentielle de pertes d'emploi entraînerait un nombre important de défauts de paiement hypothécaire. Et

it's the American economy, the Nasdaq kind of falls through the floor. Can we handle two big defaulting sectors at the same time?

Ms. Rogers: As the governor said, a sudden change in confidence in the A.I. sector or if values change sharply, it's not likely to feed through the banking sector.

The other risk you described where a spike in unemployment would cause a higher rate of default on mortgages, that would show up in the banking sector and that is a stress that we test against regularly. So I can tell you on that stress, we are not worried about bank stability. We would definitely be focused on how it is affecting households. The banks have plenty of capital to withstand that stress. As the governor said, we don't see the risk of an AI correction really showing up in bank stress.

The Chair: Last question as the chair. In fact, Prime Minister Carney asked the departments to cut the workforce by 10%. I know you are different from politicians, which is a good thing that monetary policy is independent. But is it something you contemplate and consider, the possibility to reduce the workforce, and what that means in terms of the number of jobs?

Ms. Rogers: Yes, the bank received a letter from the Department of Finance, as most Crown corporations and agencies did, several months back asking us to comply with the spirit of the intent to reduce the public sector workforce. We put a plan in place and we will be reducing our overall expenses by 15%, and part of that will be a reduction in the workforce. It equates to about around 230 jobs, and that reduction will happen between now and early next year, June at the latest.

Mr. Macklem: The bank is about 2,300, so it's about 10%.

[*Translation*]

The Chair: Thank you, Mr. Macklem and Ms. Rogers. It is always a pleasure to have you here. You have a very busy schedule. The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy was very pleased to have the opportunity to hear from you.

We will now temporarily suspend the meeting in order to continue in camera.

(The committee continued in camera.)

simultanément, même si cela se passait dans l'économie américaine, le Nasdaq s'effondrerait. Pouvons-nous nous permettre d'assister à la chute de deux grands secteurs en même temps?

Mme Rogers : Comme l'a dit le gouverneur, une fluctuation soudaine de la confiance dans le secteur de l'IA ou une forte variation des valeurs n'aura probablement pas de répercussions dans le secteur bancaire.

L'autre risque que vous décrivez, à savoir qu'une hausse du chômage entraînerait une augmentation du taux de défaut de paiement des prêts hypothécaires, se manifesterait dans le secteur bancaire. Nous évaluons régulièrement la capacité de résistance à ce facteur. Je peux donc vous dire que, sur ce point, nous ne nous inquiétons pas pour la stabilité des banques. Nous nous concentrerions certainement sur les répercussions pour les ménages. Les banques disposent de suffisamment de capitaux pour résister à cette difficulté. Comme l'a dit le gouverneur, selon nous, le risque d'une correction dans le secteur de l'IA ne se répercutera pas vraiment sur la solidité des banques.

Le président : À titre de président, je vais poser la dernière question. Le premier ministre Carney a demandé aux ministères de réduire leurs effectifs de 10 %. Je sais que vous n'êtes pas politiciens, ce qui est une bonne chose, car la politique monétaire demeure ainsi indépendante. Néanmoins, est-ce que la possibilité d'une réduction des effectifs est un facteur que vous prenez en considération, ainsi que le nombre d'emplois qui en résultera?

Mme Rogers : Oui, il y a plusieurs mois, la banque a reçu une lettre du ministère des Finances, comme la plupart des sociétés d'État et des organismes publics, nous demandant de respecter l'intention de réduire les effectifs de la fonction publique. Nous avons mis en place un plan et nous allons réduire nos dépenses globales de 15 %, ce qui se traduira notamment par une réduction des effectifs. Cela équivaut à environ 230 emplois, et cette réduction aura lieu d'ici le début de l'année prochaine, au plus tard en juin.

M. Macklem : La banque compte environ 2 300 employés, alors la compression du personnel sera d'environ 10 %.

[*Français*]

Le président : Merci, monsieur Macklem et madame Rogers. C'est toujours un plaisir de vous recevoir. Vous avez un programme très chargé. Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie était très heureux d'avoir l'occasion de vous recevoir.

Nous allons suspendre temporairement la séance afin de poursuivre la réunion à huis clos.

(La séance se poursuit à huis clos.)