

**EVIDENCE**

OTTAWA, Wednesday, April 27, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met with videoconference this day at 6:30 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally, as described in rule 12-7(8).

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

[*English*]

**The Chair:** Good evening, everyone. Welcome to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. My name is Pamela Wallin. I'm a senator from Saskatchewan, and I am chair of this committee.

Before we begin tonight, just a few housekeeping details. I would like to remind senators, and, of course, our witnesses tonight, to keep their microphones muted unless recognized by the chair. We're still having all our technical issues here.

I would like to remind senators and witnesses to keep their interventions as clear and as brief and concise as we can to ensure we get around the room more than once and get as many questions and answers as possible.

Also just a little business note. We will adjourn at 8:15 this evening for an in camera session, so please do not leave before that. We have many issues coming before the committee, and everyone needs an update on where we are and what our calendar looks like.

We will carry on now, and I'd like to introduce the members of the committee participating this evening, beginning with the deputy chair, Senator Deacon, Nova Scotia. We have Senator Bellemare, Senator Gignac, Senator Loffreda, Senator Marshall, Senator Massicotte, Senator Ringuette, Senator Smith, Senator Woo and Senator Yussuff.

Today we have the pleasure of welcoming back Tiff Macklem, Governor of the Bank of Canada, along with the Senior Deputy Governor, Carolyn Rogers. We're so pleased to have you both with us this evening to update us on the *Monetary Policy Report* just released for April 2022, and also all of the questions that are swirling out there in the world writ large that people have to deal with. We will begin, Governor Macklem, with your opening remarks. Thank you.

**Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada:** Thank you, chair, and let me begin by saying how pleased we are to be here with you. We're really looking forward to the opportunity to do this in person, but we're at least here virtually, the Senior Deputy Governor Carolyn Rogers and I, and we will be pleased to

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le mercredi 27 avril 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 18 h 30 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier les questions concernant les banques et le commerce en général, comme le prévoit l'article 12-7(8) du Règlement.

**La sénatrice Pamela Wallin** (*présidente*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

**La présidente :** Bonsoir. Bienvenue à cette réunion du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce. Je m'appelle Pamela Wallin. Je suis sénatrice de la Saskatchewan et je préside ce comité.

Avant de commencer ce soir, j'aimerais apporter quelques précisions d'ordre administratif. J'invite mes collègues et, bien sûr, nos témoins à désactiver leur micro, sauf quand je leur donne la parole. Nous continuons d'avoir des problèmes techniques.

J'aimerais rappeler aux sénateurs et aux témoins de s'en tenir à des interventions aussi claires, brèves et concises que possible, afin de donner à tous l'occasion d'intervenir plus d'une fois et de permettre le plus de questions et de réponses possible.

Je vous signale que nous allons lever la séance à 20 h 15 ce soir pour une séance à huis clos. Je vous demanderais donc de ne pas partir avant cela. Le comité est saisi de nombreuses questions, et nous avons tous besoin d'une mise à jour de notre situation et de notre calendrier.

Nous allons maintenant poursuivre, et j'aimerais vous présenter les membres du comité qui participent à la réunion de ce soir, en commençant par notre vice-président, le sénateur Deacon, de la Nouvelle-Écosse, puis les sénateurs Bellemare, Gignac, Loffreda, Marshall, Massicotte, Ringuette, Smith, Woo et Yussuff.

Aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir de nouveau M. Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, ainsi que Mme Carolyn Rogers, première sous-gouverneure. Nous sommes très heureux de vous accueillir tous les deux ce soir pour faire le point sur le *Rapport sur la politique monétaire* qui vient d'être publié pour avril 2022, ainsi que sur tous les enjeux qui se posent dans le monde entier et auxquels les gens doivent faire face. Nous allons commencer par entendre votre déclaration préliminaire, monsieur le gouverneur Macklem. Merci.

**Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada :** Merci, madame la présidente, et permettez-moi de commencer par vous dire à quel point nous sommes ravis d'être ici avec vous. Nous avons vraiment hâte d'avoir l'occasion d'être là en personne, mais nous sommes au moins ici virtuellement, la première

discuss our recent *Monetary Policy Report* and our policy announcement of two weeks ago.

We published that *Monetary Policy Report* as Russia's unprovoked invasion of Ukraine entered its eighth week, and the war is, without doubt, causing tremendous human suffering of the Ukrainian people and our hearts go out to the Ukrainian people. The war has also injected new uncertainty into the global economic outlook.

It is boosting already-high inflation in many countries, including Canada, and it is disrupting the global recovery. Against this backdrop, we have three main messages.

First, the Canadian economy is strong. Overall, the economy has fully recovered from the pandemic and is now moving into excess demand.

Second, inflation is too high. It is higher than we expected, and it's going to be elevated for longer than we previously thought.

Third, we need higher interest rates. Our policy interest rate is our primary tool to keep the economy in balance and bring inflation back to the 2% target. Two weeks ago, we raised our policy rate by 50 basis points to 1%, and we indicated Canadians should expect further increases.

Let me expand on each of these three themes.

[*Translation*]

Canadians have been through a lot in the past two years. Everyone has been touched by the pandemic, through illness or the loss of loved ones, fear and uncertainty, job loss or business closure. We experienced the sharpest and deepest recession on record, and repeated waves of the virus have made the recovery bumpy. Thanks to exceptional monetary and fiscal stimulus, effective vaccines and a willingness to adapt and innovate, the economy has bounced back remarkably quickly. It has been the fastest and sharpest recovery ever, and now demand is beginning to run ahead of the economy's productive capacity.

[*English*]

The labour market shows this clearly. Before the pandemic, Canada's unemployment rate was 5.7%. When the pandemic hit, it quickly soared to 13.4%, and now, two years later, it is at a record low 5.3%. Job vacancies are elevated, and wage growth has reached pre-pandemic levels. Businesses can't find enough workers to meet demand, and they are telling us they'll need to raise wages to attract and retain workers.

sous-gouverneure Carolyn Rogers et moi-même, et nous serons heureux de discuter de notre récent *Rapport sur la politique monétaire* et de notre annonce de politique d'il y a deux semaines.

Quand nous avons publié le rapport, nous en étions à la huitième semaine de l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie. La guerre cause une énorme souffrance humaine, et nous avons une pensée émue pour le peuple ukrainien. La guerre constitue aussi une nouvelle source d'incertitude pour les perspectives économiques mondiales.

Elle stimule une inflation déjà élevée dans de nombreux pays, dont le Canada, et elle perturbe la reprise de l'économie mondiale. Dans ce contexte, nous avons trois grands messages.

Premièrement, l'économie canadienne est forte. En général, elle s'est complètement remise de la pandémie et entre maintenant dans une phase de demande excédentaire.

Deuxièmement, l'inflation est trop élevée. Elle est supérieure à nos attentes et elle restera élevée pendant plus longtemps que nous le pensions.

Troisièmement, nous avons besoin de taux d'intérêt plus élevés. Le taux directeur est notre principal outil pour maintenir l'équilibre économique et ramener l'inflation à la cible de 2%. Il y a deux semaines, nous avons relevé notre taux de 50 points de base, pour le faire passer à 1%. Comme nous l'avons indiqué, les Canadiens devraient s'attendre à d'autres hausses.

Laissez-moi vous parler plus en détail de chacun de ces trois thèmes.

[*Français*]

On a tous subi de nombreuses épreuves ces deux dernières années. Tout le monde a été touché par la pandémie, soit par la maladie ou la perte d'un être cher, la peur et l'incertitude, la perte d'un emploi ou la fermeture d'une entreprise. On a vécu la récession la plus forte et la plus profonde jamais enregistrée, et les vagues successives du virus ont rendu la reprise difficile. Grâce aux mesures de relance monétaire et budgétaire exceptionnelles, aux vaccins efficaces et à la volonté de s'adapter et d'innover, l'économie a vite rebondi de façon remarquable. La reprise a été plus vive et plus rapide que jamais. Maintenant, la demande commence à dépasser la capacité de production de l'économie.

[*Traduction*]

Il suffit de regarder le marché du travail pour s'en convaincre. Avant la pandémie, le taux de chômage était de 5,7 % au pays. Quand la pandémie a frappé, il a grimpé en flèche à 13,4 %. Maintenant, deux ans plus tard, il se situe à un creux historique de 5,3 %. Le nombre de postes vacants est élevé et la croissance des salaires a atteint les niveaux pré-pandémie. Les entreprises ont du mal à trouver suffisamment de travailleurs pour satisfaire

We expect strong growth to continue in the months ahead. As public health restrictions ease, Canadians are spending more on services: travel and recreation, lodging and restaurants. And they're still buying a lot of goods. Housing activity is strong, and while we expect it to moderate, it will remain elevated. Business investment and exports are both picking up, and higher prices for many of the commodities Canada exports — wheat, potash and oil — are bringing more income into the country.

Robust investment, improved labour productivity and higher immigration should help boost the economy's productive capacity, and higher interest rates will slow spending. When you put this all together, the bank forecasts the Canadian economy will grow 4.25% this year before moderating to 3.25% in 2023 and 2.25% in 2024.

That brings me to my second point. The bank's primary focus is inflation. Consumer Price Index, or CPI, inflation in Canada hit a three-decade high of 6.7% in March, well above what we projected in the January *Monetary Policy Report*. The war has driven up the prices of energy and other commodities, and it is further disrupting global supply chains. While most of the factors pushing up inflation come from beyond our borders, with the economy in excess demand, we are facing domestic price pressures too. About two thirds of the CPI components are growing above 3%. That means that Canadians are feeling inflation across their household budgets, from gas to groceries to rent.

Our latest outlook is for inflation to average almost 6% in the first half of 2022 and remain above our 1 to 3% control range throughout this year. We then expect it to ease to about 2.5% in the second half of 2023 before returning to the 2% target in 2024.

High inflation affects everyone. Inflation at 5% per year — or three percentage points above our target — costs the average Canadian an additional \$2,000 a year. And it is affecting more vulnerable members of society the most, both because they spend all their income and because prices of essential items like food and energy have risen sharply.

à la demande et elles nous disent qu'elles vont devoir augmenter les salaires pour attirer et retenir la main-d'œuvre.

Nous nous attendons à ce que la croissance continue d'être forte dans les prochains mois. Avec la levée progressive des restrictions sanitaires, les Canadiens dépensent plus pour des services, notamment dans les secteurs des voyages et des loisirs, de l'hébergement et de la restauration. Et ils achètent encore beaucoup de biens. L'activité sur le marché du logement est encore vigoureuse et, même si nous nous attendons à ce qu'elle ralentisse, elle restera à des niveaux élevés. Les investissements des entreprises et les exportations augmentent, et les prix élevés de nombreux produits de base que le Canada exporte — le blé, la potasse et le pétrole — font entrer davantage de revenus au pays.

Les investissements vigoureux des entreprises, la productivité accrue du travail et la hausse de l'immigration devraient favoriser la capacité de production de notre économie. Et les taux d'intérêt plus élevés devraient ralentir les dépenses. Tout compte fait, la Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne atteindra 4,25 % cette année, avant de ralentir pour s'établir à 3,25 % en 2023 et à 2,25 % en 2024.

Ce qui m'amène à mon deuxième point, soit l'objectif principal de la banque : l'inflation. Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation ou l'IPC a atteint 6,7 % en mars, son plus haut niveau en 30 ans, bien au-delà de la projection du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. La guerre a fait monter le prix de l'énergie et d'autres produits de base, et perturbe davantage les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les facteurs qui font grimper l'inflation viennent de l'étranger, mais compte tenu de la demande excédentaire au sein de l'économie, nous devons aussi composer avec des pressions internes sur les prix. Environ les deux tiers des composantes de l'IPC affichent une hausse de plus de 3 %, ce qui signifie que les Canadiens sentent les effets de l'inflation sur leur budget, que ce soit pour l'essence, les aliments ou le loyer.

Nous nous attendons maintenant à ce que l'inflation atteigne presque 6 % en moyenne durant la première moitié de 2022 et reste bien au-dessus de notre fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % tout au long de l'année. Elle devrait ensuite baisser pour s'établir à environ 2,5 % au deuxième semestre de 2023, avant de revenir à la cible de 2 % en 2024.

Le niveau élevé de l'inflation touche chacun de nous. Un taux d'inflation de 5 % sur une année — c'est-à-dire 3 points de pourcentage au-dessus de notre cible — coûte 2 000 \$ de plus au Canadien moyen. Or, l'inflation touche encore davantage les personnes les plus vulnérables de notre société, à la fois parce qu'elles dépensent la totalité de leur revenu et que le coût de produits essentiels, comme les aliments et l'énergie, a connu une hausse marquée.

*[Translation]*

This broadening in price pressures is a big concern. It makes it more difficult for Canadians to avoid inflation, no matter how patient or prudent they are as shoppers.

This brings me to my third point — interest rates are increasing. The economy needs higher rates and can handle them. With demand starting to run ahead of the economy's capacity, we need higher rates to bring the economy into balance and cool domestic inflation. We also need higher interest rates to keep Canadians' expectations of inflation anchored on the target. We cannot control or even influence the prices of most internationally traded goods. But if Canadians' expectations of inflation stay anchored on the 2% target, inflation in Canada will come back down when global inflationary pressures from higher oil prices and clogged supply chains abate.

*[English]*

We are committed to using our policy interest rate to return inflation to target, and will do so forcefully if needed. Increases in the bank's policy rate raise the interest rates on business loans, consumer loans and mortgage loans, and they also increase the return on savings.

We have been clear that Canadians should expect a rising path for interest rates, but seeing their mortgage rates and other borrowing costs increase can be worrying. We will be assessing the impacts of higher interest rates on the economy carefully.

We recognize that everyone wants to know where rates might end up — how high they will need to go. It is important to remember that we have an inflation target, not an interest rate target. This means we do not have a pre-set destination for the policy interest rate.

What I can say is that Canadians should expect interest rates to continue to rise toward more normal settings. By "more normal," we mean within a range we consider for a neutral rate of interest that neither stimulates nor weighs on the economy. We estimate this rate to be between 2% and 3%. Two weeks ago, we raised the policy rate to 1%, which is still well below neutral. This is also below the pre-pandemic policy rate of 1.75%.

*[Français]*

Cette généralisation des pressions sur les prix est extrêmement préoccupante. Il devient plus difficile pour les consommateurs canadiens d'échapper à l'inflation, quelle que soit leur patience ou leur prudence.

Cela m'amène à mon troisième point : les taux d'intérêt augmentent. L'économie a besoin de taux d'intérêt plus élevés et elle est capable de les encaisser. Puisque la demande commence à dépasser notre capacité de production, nous avons besoin de taux plus élevés pour rétablir l'équilibre de l'économie et modérer l'inflation au pays. Nous avons aussi besoin de taux d'intérêt plus élevés pour garder les attentes d'inflation canadienne ancrées à la cible. On ne peut maîtriser ni même influencer les prix de la plupart des biens échangés à l'échelle internationale. Cependant, si les attentes d'inflation des Canadiens demeurent bien ancrées à la cible de 2 %, l'inflation redescendra chez nous, quand on verra diminuer les pressions inflationnistes mondiales liées aux prix élevés du pétrole et aux problèmes d'approvisionnement.

*[Traduction]*

Nous nous sommes engagés à utiliser notre taux directeur pour ramener l'inflation à la cible et nous prendrons, s'il le faut, des mesures énergiques pour y parvenir. Les hausses du taux directeur de la banque font monter les taux d'intérêt des prêts aux entreprises, des prêts à la consommation et des prêts hypothécaires, et ils améliorent le rendement de l'épargne.

Nous avons indiqué clairement que les Canadiens devraient s'attendre à une trajectoire à la hausse des taux d'intérêt, mais il peut être inquiétant de voir ses versements hypothécaires et ses autres coûts d'emprunt augmenter. Nous évaluerons avec soin l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur l'économie.

On le sait, la question qui est sur toutes les lèvres, c'est jusqu'où les taux vont grimper, ou encore, à quel niveau devront-ils être haussés? Il faut se rappeler que nous avons une cible d'inflation, et non une cible de taux d'intérêt. Autrement dit, nous n'avons pas de destination préétablie pour le taux directeur.

Mais je peux vous dire que les Canadiens devraient s'attendre à ce que les taux d'intérêt continuent d'augmenter pour revenir vers des niveaux plus normaux. Par « normaux », on entend la fourchette que nous envisageons pour un taux d'intérêt neutre qui ne stimule pas l'économie et ne pèse pas sur celle-ci. Nous estimons qu'il se situe entre 2 et 3 %. Il y a deux semaines, nous avons relevé le taux directeur à 1 %, ce qui reste bien en deçà du taux neutre. C'est aussi inférieur au taux directeur en vigueur avant la pandémie, qui s'établissait à 1,75 %.

[Translation]

How high rates go will depend on how the economy responds and how the outlook for inflation evolves. The economy has entered excess demand with considerable momentum and high inflation, and we are committed to getting inflation back to target.

If demand responds quickly to higher rates and inflationary pressures moderate, it may be appropriate to pause our tightening once we get closer to the neutral rate and then take stock. On the other hand, we may need to take rates modestly above neutral for a period to bring demand and supply back into balance and inflation back to target.

[English]

Finally, let me say a word about our balance sheet. As of this week, we are no longer replacing maturing Government of Canada bonds with new ones, so our balance sheet will shrink. This brings our exceptional monetary policy response full circle. When the economy needed exceptional support in the depth of the recession, we lowered our policy rate to its lower bound and complemented this with quantitative easing, or QE. Last November, we ended QE and began reinvestment. We have now moved to quantitative tightening, or QT. With the economy fully recovered, it is time to normalize our balance sheet. QT will complement increases in our policy rate by putting upward pressure on longer-term interest rates.

Let me stop here. Senior Deputy Governor Rogers and I will be happy to take your questions.

**The Chair:** Thank you, there are many questions. Hands are raised. We appreciate your opening remarks. We will begin with the Deputy Chair, Senator Deacon.

**Senator C. Deacon:** Thank you, Governor Macklem and Senior Deputy Governor Rogers. Wonderful to have you here.

I want to dig into why you think inflation is going to moderate so consistently over the next number of years given that we don't just have excess demand on our horizon, we have constricting supply from supply chain problems. Certainly in food, I think Russia's invasion of Ukraine is thought to be having significant effects over the next period of time because of reduced production in the bread basket of Europe and the number of agricultural inputs that originate in that part of the world that will be essential to production in the rest of the world.

[Français]

Le niveau que le taux directeur atteindra va dépendre de la réponse de l'économie et de l'évolution des perspectives d'inflation. Au moment d'entrer dans cette phase de demande excédentaire, l'économie est en plein essor et l'inflation est élevée, et on s'est engagé à ramener l'inflation à la cible.

Si la demande réagit rapidement aux taux plus élevés et que les pressions inflationnistes diminuent, nous pourrions juger approprié de cesser temporairement notre resserrement quand nous nous rapprocherons du taux neutre, puis de faire le point à ce moment-là. En revanche, nous pourrions devoir augmenter les taux un peu au-dessus du taux neutre pendant un certain temps afin de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande, pour ramener l'inflation à la cible.

[Traduction]

Pour terminer, laissez-moi vous parler de notre bilan. En date de cette semaine, nous ne remplaçons plus les obligations qui arrivent à échéance, et la taille de notre bilan va diminuer. Ainsi, nous bouclons la boucle du côté de nos mesures de politique monétaire exceptionnelles. Quand l'économie avait besoin d'un soutien exceptionnel au plus creux de la récession, nous avons abaissé notre taux directeur à sa valeur plancher et nous avons accompagné cette mesure d'un programme d'assouplissement quantitatif. En novembre dernier, nous avons mis fin à l'assouplissement quantitatif et amorcé la phase de réinvestissement. Nous sommes maintenant passés au resserrement quantitatif. Comme l'économie s'est complètement remise, c'est le moment de normaliser notre bilan. Le resserrement quantitatif servira de complément aux relèvements du taux directeur et créera une pression à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme.

Je m'arrête là-dessus. La première sous-gouverneure Rogers et moi serons heureux de répondre à vos questions.

**La présidente :** Merci, il y a beaucoup de questions. Des mains sont levées. Nous vous remercions de votre déclaration préliminaire. Nous allons commencer par le vice-président, le sénateur Deacon.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci, monsieur le gouverneur Macklem et madame la première sous-gouverneure Rogers. Nous sommes ravis de vous accueillir.

J'aimerais savoir pourquoi vous pensez que l'inflation va diminuer de façon aussi constante au cours des prochaines années, étant donné que nous n'avons pas seulement une demande excédentaire à l'horizon, mais aussi des problèmes d'approvisionnement liés à la chaîne d'approvisionnement. En ce qui concerne les aliments, je pense que l'invasion de l'Ukraine par la Russie devrait avoir des effets importants au cours de la prochaine période, en raison de la réduction de la production dans le grenier de l'Europe, ainsi que du nombre d'intrants

The other thing I would add is that expectations of inflation can be inflationary. I want to get a handle on why you think inflation will moderate so consistently over the next two to three years.

**Mr. Macklem:** Senator, you've highlighted the two main reasons why we have considerable upward pressure on inflation. The biggest reason, as you outlined, are things that are beyond our control. They are global supply chains that are gummed up. We've seen very strong global demand for goods, given some of the unique circumstances of the pandemic. People can't get services. They're substituting into goods. That's running up against a global supply chain that is being impaired by the pandemic itself.

The war, as you indicated, is further disrupting supply chains — disrupting shipping in particular, for example. Then, of course, the war has substantially increased the prices of many commodities like oil and food — wheat being a prominent example.

Yes, there is considerable uncertainty about how long the war will last, where oil prices will go and how long it's going to take to sort out these supply disruptions. But I think there are good reasons to believe that, at a minimum, these things aren't going to continue to get worse, and they should start to abate. Remember, inflation is rising prices. So even if these things just stabilize — they don't add further inflationary pressures — you should see some natural reduction in inflation, providing we keep inflation expectations well anchored. I need to really underline that. If we don't keep inflation expectations well anchored, inflation will get stuck. It won't just come down, it will get stuck at a higher level and then it will be much more difficult to get it down.

The other thing we're seeing is that our economy has had a remarkable recovery. Our economy is now moving into excess demand, and we're starting to see more domestic supply pressures. So we do need to moderate the growth in spending and bring spending down in line with the economy supply capacity. For both those reasons — to keep inflation expectations well anchored and to moderate spending growth and bring it in line with supply — we are raising interest rates, and it will take some time to get inflation back down to target. We do think that as you get into the second half of the year, you're going to start

agricoles provenant de cette partie du monde qui sont essentiels pour la production dans le reste du monde.

L'autre chose que j'ajouterais, c'est que les perspectives en matière d'inflation peuvent fluctuer à la hausse. J'aimerais comprendre pourquoi vous pensez que l'inflation diminuera de façon aussi constante au cours des deux ou trois prochaines années.

**M. Macklem :** Sénateur, vous avez souligné les deux principales raisons de la forte pression à la hausse sur l'inflation. La première, comme vous l'avez dit, est liée à des choses qui échappent à notre contrôle, comme les chaînes d'approvisionnement mondiales, qui sont engorgées. La demande mondiale de biens est très forte, compte tenu des circonstances uniques liées à la pandémie. Lorsque les gens ne peuvent pas obtenir de services, ils se tournent vers les biens. Cela se produit dans le contexte d'une chaîne d'approvisionnement mondiale qui est déjà affectée par la pandémie.

La guerre, comme vous l'avez dit, contribue encore davantage à la perturbation des chaînes d'approvisionnement, en particulier au chapitre du transport. Puis, bien sûr, elle a entraîné une augmentation des prix de nombreux produits, comme ceux du pétrole et des aliments — le blé en étant un exemple frappant.

Oui, il y a beaucoup d'incertitude quant à la durée de la guerre, à l'évolution des prix du pétrole et au temps qu'il faudra pour régler ces perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Mais je pense qu'il y a de bonnes raisons de croire qu'à tout le moins, les choses ne vont pas continuer d'empirer, et qu'elles devraient commencer à s'améliorer. Il ne faut pas oublier que l'inflation fait augmenter les prix. Donc, même si ces facteurs se stabilisent — et qu'ils n'exercent pas d'autres pressions inflationnistes —, il devrait y avoir une certaine réduction naturelle de l'inflation, à condition que les attentes en matière d'inflation demeurent bien ancrées à la cible. Je dois vraiment le souligner. Si nous ne maintenons pas les attentes des Canadiens bien ancrées à la cible, l'inflation ne pourra pas être jugulée. Non seulement elle ne baissera pas, mais elle va rester bloquée à un niveau plus élevé, et il sera alors beaucoup plus difficile de la faire baisser.

L'autre chose que nous constatons, c'est que notre économie a connu une reprise remarquable. Elle se dirige maintenant vers une demande excédentaire, et nous commençons à voir de plus en plus de pressions sur l'offre intérieure. Il faut donc modérer la croissance des dépenses et ramener ces dernières au niveau de la capacité de l'économie au chapitre de l'offre. Nous relevons les taux d'intérêt pour ces deux raisons, soit maintenir les attentes d'inflation bien ancrées à la cible et modérer la croissance des dépenses pour la rendre conforme à l'offre, et il faudra un certain temps pour ramener l'inflation à la cible. Nous croyons qu'à

to see particularly quarter over quarter inflation rates coming down, and by 2024, we expect to be back to the 2% target.

Are there risks around that? Yes, there are. Our commitment is that we're going to be adjusting to those risks to bring inflation back to target.

[Translation]

**Senator Bellemare:** Governor, you are scaring me as I listen to you. You want to fight inflation, but as you yourself said, there are supply chain issues.

I wanted to hear you talk about the effects on income distribution. You say that inflation hurts the most vulnerable, but if we raise interest rates, the most vulnerable will also be affected. Don't you think a balance should be struck in all of this, especially if raising interest rates has no effect on the global economy? How far will you go in terms of raising interest rates and how far will you let the unemployment rate go up? I'd like to hear what you have to say about that.

**Mr. Macklem:** I'd like to point out three things. First, high inflation affects all Canadians. What we're seeing right now is prices for essential goods are impacting the cost of living for Canadians. As you mentioned, it's hitting Canadians with low incomes hardest. It's critically important that we reduce our inflation rate to meet the target and avoid these costs for all Canadians.

Second, in our forecast, we see positive, even solid growth, and at the same time inflation is coming down. In the private sector forecasts, we see some variation and some certainty and that is not surprising, but whether variation or certainty, all show positive growth with inflation coming down. How do we get inflation down without having a recession? That's the question everyone is asking.

I'd like to point out two things. First, inflation has a lot to do with internationally traded goods. When the disruptions in the supply chains start to subside, the pressures will ease, and if expectations of inflation are well anchored, inflation will come down naturally.

I know you're an expert in labour markets, and as you know, there are a lot of vacancies right now. Businesses are telling us that they can't find enough workers. So by moderating economic spending and growth, we can help fill those vacancies and reduce the overheated economy while maintaining a strong employment rate and reducing inflation.

l'approche de la deuxième moitié de l'année, les taux d'inflation commenceront à baisser, surtout d'un trimestre à l'autre, et d'ici 2024, nous nous attendons à revenir à la cible de 2 %.

Cela comporte-t-il des risques? Oui, mais nous nous sommes engagés à nous adapter à ces risques pour ramener l'inflation à la cible.

[Français]

**La sénatrice Bellemare :** Vous me faites peur, gouverneur, lorsque je vous écoute. Vous avez la volonté de contrer l'inflation, mais comme vous l'avez dit vous-même, il y a des problèmes de chaîne d'approvisionnement.

Je voulais vous entendre parler des effets sur la répartition des revenus. Vous dites que l'inflation fait mal aux plus vulnérables, mais si l'on augmente les taux d'intérêt, les plus vulnérables aussi seront affectés. Ne pensez-vous pas qu'il y aurait un équilibre à atteindre dans tout cela, surtout si la hausse des taux d'intérêt n'a pas d'effet sur l'économie mondiale? Jusqu'où irez-vous quant à l'augmentation des taux d'intérêt et jusqu'où laisserez-vous le taux de chômage augmenter? J'aimerais entendre vos commentaires là-dessus.

**M. Macklem :** J'aimerais souligner trois choses. Premièrement, l'inflation élevée concerne tous les Canadiens. Ce que nous voyons maintenant, ce sont les prix des biens essentiels qui affectent le coût de la vie quotidienne des Canadiens. Comme vous l'avez mentionné, les Canadiens à faible revenu sont les plus touchés. Il est d'une importance critique que nous réduisions notre taux d'inflation afin d'atteindre la cible et d'éviter ces coûts pour tous les Canadiens.

Deuxièmement, dans nos prévisions, nous avons une croissance positive, voire solide, et en même temps, l'inflation diminue. Dans les prévisions du secteur privé, il y a une certaine variation, il y a des certitudes, ce n'est pas surprenant, mais elles démontrent toutes une croissance positive avec l'inflation qui diminue. Comment pouvons-nous diminuer l'inflation sans avoir une récession? Voilà la question que tout le monde se pose.

J'aimerais souligner deux choses. Premièrement, l'inflation est beaucoup liée aux biens échangés à l'échelle internationale. Lorsque les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement commencent à baisser, les pressions diminuent, et si les prévisions en matière d'inflation sont bien ancrées, l'inflation va diminuer de manière naturelle.

Je sais que vous êtes experte dans le domaine des marchés de l'emploi et, comme vous le savez, il y a beaucoup de postes vacants en ce moment. Les entreprises nous disent qu'elles n'arrivent pas à trouver suffisamment de travailleurs. Donc, en modérant les dépenses en matière d'économie et la croissance, nous pouvons aider à pourvoir ces postes vacants et réduire la surchauffe de l'économie tout en maintenant un taux d'emploi solide et en réduisant l'inflation.

Does this represent a risk? Are we facing a delicate situation? Will it be difficult? Yes, it will be difficult.

I want to stress that we make our decisions one at a time. We'll update our forecast, and if interest rates have a stronger effect on the economy, we can take a break, but we don't want the economy to overheat. We now have a booming economy, so it's possible that we will have to raise interest rates to higher levels for a certain period of time in order to bring inflation back towards our target. We will monitor the situation closely and make decisions prudently.

[*English*]

**The Chair:** Governor, with all of the stimulus spending that we saw on both sides of the border, but certainly in this country, do you wish you had hit the monetary brakes a little sooner? We do seem so vulnerable to all of these international factors that come into play, and it's not over yet. We're watching what's going on in China with the lockdown and that has had another impact on supply chains. Did you wait too long?

**Mr. Macklem:** [Technical difficulties] out of the deepest recession we've ever had, but I will say we got a lot of things right and we got some things wrong, and we are adjusting.

The Canadian economy has been through a lot in the last couple of years. Two years ago, we were at the bottom of the deepest recession we've ever had. Output was about 15% below pre-pandemic levels, and the unemployment rate was over 13%. Thanks to very effective monetary policy, fiscal policy, highly effective vaccines and to a large extent the resilience and adaptability of Canadians, we've had the fastest, strongest recovery we've ever experienced. Now we have an economy that's moving into excess demand and, as you highlighted, there are some new challenges. The supply chain disruptions have surprised us. They have been more persistent and more pervasive than we thought. As you highlighted, we're not out of the woods yet. Parts of China are in lockdown, the Port of Shanghai is seriously backed up and there are reports of new outbreaks in China.

The other thing that has surprised us, obviously, is the war. The war has further clogged supply chains, it has dramatically boosted the prices of many commodities and that's showing up very directly in inflation here in Canada.

Est-ce que cela représente des risques? Est-ce que nous sommes devant une situation délicate? Est-ce que ce sera difficile? Oui, ce sera difficile.

Je tiens à souligner que nous prenons nos décisions une à la fois. Nous allons mettre à jour nos prévisions et si les taux d'intérêt ont un effet plus fort sur l'économie, nous pourrions prendre une pause, mais nous ne voulons pas de surchauffe de l'économie. Nous avons maintenant une économie en plein essor. Donc, c'est possible que nous devions relever les taux d'intérêt vers des niveaux plus élevés pendant une certaine période pour ramener l'inflation vers notre cible. Nous allons suivre la situation de près et prendre des décisions de façon prudente.

[*Traduction*]

**La présidente :** Monsieur le gouverneur, compte tenu de toutes les dépenses visant à stimuler la relance que nous avons vues des deux côtés de la frontière, mais certainement ici au pays, pensez-vous que vous auriez dû mettre les freins un peu plus tôt? Nous semblons tellement vulnérables à tous ces facteurs internationaux qui entrent en jeu, et ce n'est pas encore terminé. Nous surveillons ce qui se passe en Chine avec le confinement, et les incidences que cela a sur les chaînes d'approvisionnement. Avez-vous attendu trop longtemps pour agir?

**M. Macklem :** [Difficultés techniques] de la récession la plus profonde que nous n'ayons jamais connue, mais je dirais que nous avons bien fait les choses à de nombreux égards, mais pas dans certains cas, et que nous nous adaptons.

L'économie canadienne a beaucoup souffert ces dernières années. Il y a deux ans, nous étions au creux de la pire récession que nous ayons jamais connue. La production était d'environ 15 % inférieure aux niveaux d'avant la pandémie, et le taux de chômage était de plus de 13 %. Grâce à une politique monétaire très efficace, à une politique budgétaire, à des vaccins très efficaces et, dans une large mesure, à la résilience et à la capacité d'adaptation des Canadiens, nous avons enregistré la reprise la plus rapide et la plus forte que nous ayons connue. Nous avons maintenant une économie qui connaît une demande excédentaire et, comme vous l'avez souligné, il y a de nouveaux défis à relever. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement nous ont pris par surprise. Elles ont été plus persistantes et plus envahissantes que nous l'avions anticipé. Comme vous l'avez souligné, nous ne sommes pas encore sortis du bois. Certaines régions de la Chine sont en confinement, le port de Shanghai accuse des retards importants, et de nouvelles éclosions sont signalées en Chine.

L'autre chose qui nous a surpris, évidemment, c'est la guerre. La guerre a engorgé encore davantage les chaînes d'approvisionnement, elle a fait grimper de façon spectaculaire les prix de nombreux produits de base, et cela a des répercussions très directes sur l'inflation ici au Canada.

We have been surprised by some things. That is reflected in our revised outlook. If you go back to January, we were saying that inflation would peak at about 5% and by now you would start to see some signs it's coming down. It's now 6.7% and it's going to take longer to come down. We are responding to that. We've indicated that we will respond as forcefully as needed.

**The Chair:** All right. We'll follow up on that as we continue.

[Translation]

**Senator Gignac:** Welcome, Mr. Macklem and Ms. Rogers. A lot has happened since your last visit here on February 2. I would be remiss if I did not mention to my colleagues and those listening to us your appointment as chair of the Group of Governors and Heads of Supervision on April 1. Congratulations. So it is an honour for Canada as well.

That said, I won't insist on the fact that many economists and senators think that you are a little late because you, yourself, admitted a few minutes ago that the Bank of Canada can also do worse. So it's a credit to you that you are transparent and humble.

Now that the Canadian economy has really entered a period of excess demand, what is your reaction when economists suggest that you go 75 basis points to get back to a neutral rate as quickly as possible, given that your policy rate is still 100 to 200 basis points below neutral, and you just started quantitative tightening earlier this week? Thank you.

**Mr. Macklem:** I think this question will interest the markets, so I'll choose my words carefully. I hope you understand.

At our meeting two weeks ago, we raised interest rates by 50 basis points. It's an unusual step, because normally we do it in steps of 25 basis points. In addition, as you just mentioned, we started quantitative tightening. This is the first time in our history that we have done quantitative tightening.

I want to stress that our most important monetary tool is interest rates. However, quantitative tightening will put upward pressure on interest rates over the longer term, and that will go hand-in-hand with the increase in the policy rate.

Nous avons été surpris par certaines choses, et cela se reflète dans nos perspectives révisées. Si vous remontez à janvier, nous disions que l'inflation atteindrait un sommet d'environ 5 % et qu'aujourd'hui, vous commenceriez à voir des signes de baisse. Elle est maintenant de 6,7 % et il faudra plus de temps pour la faire diminuer. Nous prenons les mesures nécessaires. Nous avons indiqué que nous réagirons aussi énergiquement que nécessaire.

**La présidente :** D'accord. Nous en reparlerons plus tard.

[Français]

**Le sénateur Gignac :** Bienvenue, monsieur Macklem et madame Rogers. Beaucoup d'eau a coulé sous les ponts depuis votre dernière visite ici, le 2 février dernier. Je m'en voudrais de ne pas souligner devant mes collègues et les gens qui nous écoutent votre nomination à titre de président du Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire, le 1<sup>er</sup> avril dernier. Je vous félicite. C'est donc un honneur aussi pour le Canada.

Cela dit, je ne vais pas insister sur le fait que plusieurs économistes et sénateurs pensent que vous êtes un peu en retard puisque vous avez vous-même admis, il y a quelques minutes, que la Banque du Canada peut elle aussi faire de moins bons coups. C'est donc tout à votre honneur de faire preuve de transparence et d'humilité.

Maintenant que l'économie canadienne est vraiment entrée dans une période de demande excédentaire, quelle est votre réaction lorsque des économistes vous suggèrent d'y aller de 75 points de base pour retourner le plus rapidement possible à un taux neutre, puisque votre taux directeur est encore de 100 à 200 points de base inférieur au taux neutre et que vous venez de commencer le resserrement quantitatif au début de la semaine? Merci.

**M. Macklem :** Je crois que cette question intéressera les marchés. Je vais donc choisir mes mots avec précision. J'espère que vous me comprendrez bien.

Lors de notre réunion il y a deux semaines, nous avons augmenté les taux d'intérêt de 50 points de base. C'est une étape inhabituelle, car normalement, nous procédons par étapes de 25 points de base. De plus, comme vous venez de le mentionner, nous avons commencé un resserrement quantitatif. C'est la première fois dans notre histoire que nous faisons un resserrement quantitatif.

Je veux souligner que notre outil monétaire le plus important, ce sont les taux d'intérêt. Cependant, le resserrement quantitatif va mettre de la pression à la hausse sur les taux d'intérêt à plus long terme, et cela ira avec l'augmentation du taux directeur.

Also, we've told Canadians that the interest rate path is up, and I've said several times that we're going to normalize the policy. We think we should normalize monetary policy fairly quickly. At our next meeting, there will be other options. We can raise interest rates by 25 basis points. I expect the board will also discuss a 50 basis point increase. There are other options, as you suggest, and they are always possible. However, an increase of more than 50 basis points in one meeting would be very unusual.

**Senator Gignac:** Thank you. I'll have a question for the second round of questions.

**Senator Massicotte:** Thank you for being here today, governor and Ms. Rogers. We certainly appreciate it.

We had a similar meeting with you just over two months ago, and it's clear that the inflation rate was higher than you expected or hoped on at least two or three occasions.

Your message to us today is that, regardless of the circumstances, regardless of needs, if the situation calls for it, you are going to raise interest rates significantly to manage our expectations. For those watching this evening's proceedings, does that mean that interest rates could go as high as 5% or 7%? Obviously, it's not 1980 or 1981, but could we see as considerable of an increase as we did back then?

**Mr. Macklem:** It's important to point out that this is not the 1970s or even the 1980s. Since 1991, we have had an inflation target, and we now have some 30 years under our belt managing that inflation target. As a result, we have inflation forecasts that are well anchored.

Of course, the increase in inflation has resulted in higher expectations in the shorter term. Our short-term inflation forecast has even risen. Our longer-term forecasts are still well anchored on the target. As I said in my opening remarks, we believe there is a neutral interest rate, a rate at which monetary policy doesn't rise or decline in the face of monetary stimulus.

That neutral rate can't be observed directly. We estimate that it sits between 2% and 3%, and we have made it clear that we need to normalize monetary policy quite quickly in order to achieve a neutral rate. It may be necessary to go a bit above the neutral rate for a certain period of time to bring the inflation rate

De plus, nous avons dit aux Canadiens que la trajectoire des taux d'intérêt est ascendante, et j'ai indiqué plusieurs fois que nous allions normaliser la politique. Nous pensons que nous devrions normaliser la politique monétaire de manière assez rapide. À notre prochaine réunion, il y aura d'autres options. Nous pouvons augmenter les taux d'intérêt de 25 points de base. Je m'attends à ce que le conseil discute aussi d'une augmentation de 50 points de base. Il y a d'autres options, comme vous le suggérez, et elles sont toujours possibles. Toutefois, une hausse de plus de 50 points de base dans une réunion serait très inhabituelle.

**Le sénateur Gignac :** Je vous remercie. J'aurai une question pour la deuxième ronde de questions.

**Le sénateur Massicotte :** Merci, monsieur le gouverneur et madame Rogers, d'être avec nous aujourd'hui. Nous vous en sommes reconnaissants.

Cela fait un peu plus de deux mois que nous avons eu une réunion semblable avec vous. C'est clair qu'au moins deux ou trois fois, le taux d'inflation est plus élevé que vos attentes et vos désirs.

Le message que vous transmettez aujourd'hui, c'est que peu importe les circonstances, peu importe les besoins, si cela est nécessaire, on va augmenter les taux d'intérêt de manière importante pour mettre en attente notre propre gestion. Est-ce que cela veut dire, pour les gens qui nous écoutent ce soir, qu'il est possible que les taux d'intérêt augmentent à 5 %, à 7 %? Évidemment, nous ne sommes pas en 1980 ou en 1981, mais est-il possible que l'augmentation soit aussi importante qu'à cette époque?

**M. Macklem :** Il est important de souligner que nous ne sommes pas dans les années 1970 ou même les années 1980. Depuis 1991, nous avons une cible d'inflation, et nous avons maintenant une trentaine d'années d'expérience quant à la gestion de cette cible d'inflation. Cela nous donne des prévisions d'inflation qui sont bien ancrées.

Bien sûr, en raison de l'augmentation du taux d'inflation, on voit que les attentes à plus court terme ont augmenté. Notre prévision pour ce qui est de l'inflation à court terme a même augmenté. Cependant, les prévisions à plus long terme demeurent encore bien ancrées à la cible. Comme je l'ai dit lors de mes remarques introductives, on pense qu'il y a un concept de taux d'intérêt neutre, soit un taux auquel la politique monétaire n'augmente pas ou ne recule pas face à la détente monétaire.

On ne peut pas observer ce taux neutre de manière directe. Notre estimation se situe entre 2 % et 3 %, et nous avons indiqué de manière claire que nous devons normaliser la politique monétaire de manière assez rapide pour atteindre un taux neutre. Il est possible qu'on doive aller un peu au-dessus du taux neutre

back to the target rate, but it would be slightly above the 2%-to-3% range. We aren't talking about 7% or 8%.

This reflects the fact that inflation forecasts are well anchored on the target. Maintaining that credibility is very important, because if inflation forecasts are not well anchored on the target, it will be much harder to bring inflation back to the target rate.

**Senator Massicotte:** Thank you.

[English]

**Senator Marshall:** Welcome, Governor and Senior Deputy Governor Rogers.

Governor Macklem, you said a couple of times “the primary tool” — I don't think you used the term “tool kit,” but I think you've mentioned it before, though — is interest rates. Later, you said in response to somebody else's inquiry that it's the most important tool that you have at your disposal.

What other tools are there in your tool kit that you could use to address the inflation problem?

**Mr. Macklem:** When we were in the depths of the recession, we used a collection of tools. If we could have used our interest rate more we would have, but we couldn't because the interest rate was at its effective lower bound of one quarter of 1%. We couldn't put it any lower. Because we couldn't lower the policy interest rate anymore, we supplemented that with other tools. The two most important ones we used were exceptional forward guidance, indicating that the rates would stay low for a considerable period and then reinforcing that with quantitative easing. Now that the economy is more than fully recovered, we're raising interest rates and it's time to normalize our balance sheet as well. The other side of quantitative easing is quantitative tightening. We will no longer be buying any Government of Canada bonds.

To back up for a second, last October, we stopped quantitative easing and we went to what's called reinvestment. We were replacing the bonds that were maturing, but we were not growing our holdings. Then two weeks ago, we decided to begin quantitative tightening. We will no longer be buying any Government of Canada bonds in either the primary or the secondary markets. That means our balance sheet will shrink. To give you an idea of the pace of that, roughly 40% of the bonds on our balance sheet will mature over the next two years, so you will see a fairly substantial reduction in our balance sheet over that period.

pour quelque temps, afin de ramener le taux d'inflation au taux cible, mais ce serait un peu au-dessus de 2 à 3 %; ce n'est pas de 7 ou 8 % dont on parle ici.

Cela reflète le fait que les prévisions en matière d'inflation sont bien ancrées à la cible, et il est très important de maintenir cette crédibilité, parce que si les prévisions en matière d'inflation ne sont pas bien ancrées à la cible, il sera alors beaucoup plus difficile de ramener l'inflation au taux cible.

**Le sénateur Massicotte :** Merci.

[Traduction]

**La sénatrice Marshall :** Bienvenue, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure.

Monsieur Macklem, vous avez dit à quelques reprises que le « principal outil » — je ne pense pas que vous ayez utilisé le terme « boîte à outils », mais je crois que vous l'avez déjà mentionné, cependant — ce sont les taux d'intérêt. Plus tard, en réponse à la question de quelqu'un d'autre, vous avez dit que c'était l'outil le plus important dont vous disposiez.

Quels sont les autres outils que vous pourriez utiliser pour vous attaquer au problème de l'inflation?

**M. Macklem :** Lorsque nous étions au plus creux de la récession, nous avons eu recours à un ensemble d'outils. Si nous avions pu utiliser davantage notre taux d'intérêt, nous l'aurions fait, mais nous ne l'avons pas fait parce que le taux d'intérêt était à sa valeur plancher effective d'un quart de 1 %. Nous ne pouvions pas l'abaisser. Comme nous ne pouvions plus abaisser le taux directeur, nous avons eu recours à d'autres outils. Les deux plus importants que nous avons utilisés étaient le cadrage prospectif de l'orientation monétaire, pour indiquer que les taux resteraient bas pendant une longue période, puis un programme d'assouplissement quantitatif, pour venir renforcer cela. Maintenant que l'économie est complètement remise, nous augmentons les taux d'intérêt et il est temps de normaliser notre bilan. L'autre aspect de l'assouplissement quantitatif est le resserrement quantitatif. Nous n'achèterons plus d'obligations du gouvernement du Canada.

Laissez-moi revenir rapidement en arrière, soit en octobre dernier, au moment où nous avons mis fin à l'assouplissement quantitatif et où nous sommes passés à la phase de réinvestissement. Nous avons remplacé les obligations qui arrivaient à échéance, mais nous n'avons pas fait croître nos placements. Puis, il y a deux semaines, nous avons décidé d'amorcer un resserrement quantitatif. Nous n'achèterons plus d'obligations du gouvernement du Canada sur les marchés primaire ou secondaire. Cela signifie que la taille de notre bilan va diminuer. Pour vous donner une idée du rythme auquel cela se déroulera, environ 40 % des obligations inscrites à notre bilan

**Senator Marshall:** There's still over \$400 billion of government bonds on your balance sheet. You're saying 40% will mature within the near future. How long before your balance sheet is cleaned up if you just let them mature? Where I'm going with this is: What are the implications of selling those government bonds?

**Mr. Macklem:** Our balance sheet peaked about a year ago at roughly \$475 billion. It's roughly \$480 billion today, so over the last little more than a year it's down about 16% or a little over \$90 billion. We hold about \$385 billion of Government of Canada bonds at the moment. With a 40% reduction over the next couple of years, you'd see a further decline of \$150 to \$160 billion.

Compared to a lot of countries, with our holdings of government bonds, the maturity is not that long. It's fairly short. You will see a fairly marked reduction in our balance sheet over that period.

I would also highlight that we have decided to go for a full roll-off. We won't be buying any government bonds in either the primary or the secondary markets. That maximizes the speed of the roll-off. There's no offset by any purchases.

**Senator Marshall:** Is there any consideration of selling off those bonds? What are the implications? I noticed in the Public Accounts of Canada there was a \$19 billion loss relating to the purchase of government bonds. What about the sale of government bonds? I'm quite interested in your balance sheet.

**Mr. Macklem:** One of the advantages of allowing roll-off is that it is totally transparent and predictable. Our balance sheet is published on our website. Everybody — every Canadian and everybody in the market — can see exactly what's going to mature. Because we've got a relatively large amount maturing, we can get the balance sheet down in a way that will be quite easy for the market to digest because it's completely transparent and predictable.

At this time, we're not actively considering selling. The issue with selling would be that then you're introducing something new in the market, and we don't really think we need to do that. We can get all the tightening we need. Our balance sheet will

viendront à échéance au cours des deux prochaines années. Vous constaterez donc une réduction assez importante de la taille de notre bilan au cours de cette période.

**La sénatrice Marshall :** Il y a encore plus de 400 milliards de dollars d'obligations du gouvernement dans votre bilan. Vous dites que 40 % arriveront à maturité dans un proche avenir. Combien de temps faudra-t-il avant que votre bilan soit assaini si vous les laissez simplement arriver à maturité? Voici où je veux en venir : quelles sont les conséquences de la vente de ces obligations du gouvernement?

**M. Macklem :** Notre bilan a atteint un sommet d'environ 475 milliards de dollars il y a environ un an. Il est d'environ 480 milliards de dollars aujourd'hui, ce qui veut dire qu'il a diminué d'environ 16 % ou d'un peu plus de 90 milliards de dollars depuis un peu plus d'un an. Nous détenons actuellement environ 385 milliards de dollars d'obligations du gouvernement du Canada. Avec une réduction de 40 % au cours des prochaines années, vous verriez une baisse supplémentaire de 150 à 160 milliards de dollars.

Comparativement à beaucoup de pays, les obligations du gouvernement que nous détenons viennent à échéance assez rapidement. La période est assez courte. Vous constaterez une réduction assez marquée de la taille de notre bilan au cours de cette période.

J'aimerais également souligner que nous avons opté pour une décroissance complète. Nous n'achèterons pas d'obligations du gouvernement sur les marchés primaire ou secondaire. Cela accélérera la décroissance. Il n'y aura pas de compensation par des achats.

**La sénatrice Marshall :** Envisage-t-on de vendre ces obligations? Quelles sont les répercussions? J'ai remarqué dans les Comptes publics du Canada une perte de 19 milliards de dollars liée à l'achat d'obligations du gouvernement. Qu'en est-il de la vente d'obligations du gouvernement? Je m'intéresse beaucoup à votre bilan.

**M. Macklem :** L'un des avantages de la décroissance est qu'elle est totalement transparente et prévisible. Notre bilan est publié sur notre site Web. Tout le monde — tous les Canadiens et tous les acteurs du marché — peut voir exactement ce qui arrive à échéance. Étant donné la quantité relativement importante d'obligations qui arrivent à échéance, la réduction de la taille de notre bilan sera très facile à absorber par le marché, car elle est complètement transparente et prévisible.

À l'heure actuelle, nous n'envisageons pas activement de vendre. Le problème avec la vente, c'est que vous introduisez quelque chose de nouveau sur le marché, et nous ne pensons pas vraiment que ce soit nécessaire. Nous pouvons obtenir tout le

shrink reasonably quickly. The interest rate is our primary instrument, and we can get all the tightening we need through that.

That's how we've laid it out and we're on that track. I expect that the quantitative tightening and the balance sheet is not something we're going to manage actively one decision to the next. We're going to let it run.

**Senator Ringuette:** My question will be more to the roots of the problem. You are saying that the inflation is related to Russia-Ukraine, the supply chain lockdown, labour shortages, et cetera. As a consumer, I've noticed a price increase in energy and food. Canada is a producer of both of these goods.

My question to you is very basic. The CPI, the basket of goods and services that is used to create the CPI — is it still adequate as a 2022 basket to use to see the CPI? Things have changed quite a lot and I don't think that basket has been reviewed. Is it time that it be reviewed?

**The Chair:** If you can answer for us, governor, the basic question there on food and energy being domestically produced, that would be helpful.

**Senator Ringuette:** The CPI question is really the one.

**The Chair:** We will get to both of them.

**Mr. Macklem:** I can take them both quickly.

Prices of commodities like wheat and oil, they're priced in global markets. Yes, we produce them. Our production doesn't have much influence on the global price.

Let me rephrase that.

What we produce is priced in global markets. We export a lot of our oil. We export a lot of our wheat. Whether you're in Canada or another country, it's the global price. That's what's showing up in the CPI and you can see it clearly.

You go to the gas station, look at the price of gas. That's the global price. You can see the effects of higher wheat prices in the latest CPI. You can see it in cereal and pasta, for example. Those prices are up quite a bit.

With respect to whether the CPI is updated, we are fortunate to have a first-class fiscal agency in this country. You're right, the economy is always changing. Statistics Canada has been very

resserrement dont nous avons besoin. La taille de notre bilan va diminuer assez rapidement. Le taux d'intérêt est notre principal instrument, et nous pouvons obtenir tout le resserrement dont nous avons besoin grâce à cela.

C'est ainsi que nous avons planifié les choses, et nous sommes sur la bonne voie. Je ne m'attends pas à ce que le resserrement quantitatif et le bilan soient quelque chose que nous allons gérer activement d'une décision à l'autre. Nous allons laisser la situation évoluer.

**La sénatrice Ringuette :** Ma question portera davantage sur les racines du problème. Vous dites que l'inflation est liée à la relation entre la Russie et l'Ukraine, au resserrement de la chaîne d'approvisionnement, aux pénuries de main-d'œuvre, et cetera. En tant que consommatrice, j'ai remarqué une augmentation des prix de l'énergie et des aliments, deux produits dont le Canada est un producteur.

Ma question est très simple. L'IPC, le panier de biens et de services utilisé pour créer l'IPC, est-il toujours adéquat en 2022? Les choses ont beaucoup changé, et je ne pense pas que ce panier ait été revu. Est-il temps de le revoir?

**La présidente :** Monsieur le gouverneur, si vous pouviez répondre à la question fondamentale concernant les aliments et l'énergie produits au pays, ce serait utile.

**La sénatrice Ringuette :** Ma question porte vraiment sur l'IPC.

**La présidente :** Nous aborderons les deux.

**M. Macklem :** Je peux répondre aux deux questions rapidement.

Les prix des produits de base, comme le blé et le pétrole, sont fixés sur les marchés mondiaux. Oui, nous en produisons, mais notre production n'a pas beaucoup d'influence sur le prix mondial.

Permettez-moi de reformuler cela.

Le prix de nos produits est établi sur les marchés mondiaux. Nous exportons beaucoup de notre pétrole. Nous exportons beaucoup de notre blé. Que ce soit au Canada ou dans un autre pays, c'est le prix mondial qui s'applique. C'est ce qui apparaît dans l'IPC, et vous pouvez le voir clairement.

Le prix de l'essence affiché dans les stations-service est le prix mondial. Vous pouvez voir les effets de la hausse des prix du blé dans le dernier IPC. Cela a des répercussions sur les prix des céréales et des pâtes, par exemple, qui ont pas mal augmenté.

Pour ce qui est de la mise à jour de l'IPC, nous avons la chance d'avoir une agence de premier ordre au Canada sur le plan financier. Vous avez raison, l'économie est en constante

responsive in updating the CPI. The basket weights are now updated every year in Canada. It used to be several years. It's now every year. It's increasingly current.

**Senator Yussuff:** Thank you, governor and deputy governor, for taking the time to be here.

A couple of points in regard to what you're trying to get at, and the challenge you face.

If I look at the wage growth in the last bit since the economy has returned, yes, it's been better, but it hasn't been significant where wage growth has outstripped inflation rates. So people are making better wages, and the demand is there because there is a shortage. But to a large extent, wage growth hasn't accelerated to the degree that we were expecting.

Second, in regard to the challenge you face in regard to commodity prices and some of the drivers of inflation, they're all external on the global scene. Yet, the one tool that you have is interest rates to try to cool the economy and somehow get inflation under control.

Isn't there a bit of a mismatch in terms of what you're trying to accomplish? I applaud you for doing it. But at the same time, we have a major challenge on our hands when we don't have control over most of the external forces that are driving inflation.

**Mr. Macklem:** I'll take them in turn.

First of all, on wages, as you've indicated, we have seen wages come up. They've come up to roughly pre-pandemic levels. As you know very well, there are a wide range of different wage measures, but on average they would be around 3%, which is roughly where they were before the pandemic. They were very low during the pandemic, so they've come up quite a bit.

Looking forward, we expect to see wage growth move up further and there are a few reasons for that. One is, if you talk to companies, they tell you that they're having a lot of trouble attracting and retaining workers, and they're planning further increases in wages to attract and retain their workers.

This is sort of saying the same thing, I guess, but when we look at it, we're looking at a broad range of labour market indicators and they would all suggest the labour market is

évolution. Statistique Canada a très bien réagi pour ce qui est de la mise à jour de l'IPC. Les pondérations du panier sont maintenant mises à jour chaque année au Canada. Auparavant, il fallait attendre plusieurs années. Cela se fait maintenant chaque année, et les chiffres sont de plus en plus actuels.

**Le sénateur Yussuff :** Merci, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure, d'avoir pris le temps de venir nous rencontrer.

J'aimerais aborder quelques points concernant l'objectif que vous avez et le défi auquel vous faites face.

Si je regarde la croissance des salaires au cours de la courte période qui s'est écoulée depuis la reprise de l'économie, oui, je constate qu'elle a été meilleure, mais elle n'a pas été assez importante pour dépasser les taux d'inflation. Les gens gagnent donc de meilleurs salaires, et la demande est là parce qu'il y a des pénuries. Toutefois, dans une large mesure, la croissance des salaires n'a pas atteint le niveau auquel nous nous attendions.

Deuxièmement, en ce qui concerne les défis que vous devez relever pour ce qui est des prix des produits de base et de certains des facteurs de l'inflation, force est de constater qu'ils se situent au niveau mondial. Toutefois, l'outil dont vous disposez pour essayer de refroidir l'économie et de maîtriser l'inflation, ce sont les taux d'intérêt.

N'y a-t-il pas un certain décalage par rapport à ce que vous essayez d'accomplir? Je vous félicite de ce que vous faites, mais en même temps, je constate que nous avons un défi de taille à relever puisque nous n'avons pas le contrôle sur la plupart des forces externes qui alimentent l'inflation.

**M. Macklem :** Je vais répondre à vos deux questions.

Tout d'abord, pour ce qui est des salaires, comme vous l'avez dit, nous avons constaté qu'ils ont augmenté. Ils ont atteint à peu près les niveaux d'avant la pandémie. Comme vous le savez très bien, il y a un large éventail de mesures différentes des salaires, mais en moyenne, on peut dire que les hausses sont d'environ 3 %, ce qui correspond à peu près au niveau d'avant la pandémie. Ils étaient très bas pendant la pandémie, alors ils ont augmenté considérablement.

À l'avenir, nous nous attendons à ce que les salaires augmentent encore plus, et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, les entreprises nous disent qu'elles ont beaucoup de difficulté à attirer et à retenir des travailleurs et qu'elles prévoient avoir recours à d'autres augmentations salariales pour ce faire.

C'est un peu la même chose, je suppose, mais quand on y regarde de plus près, on constate qu'il y a une vaste gamme d'indicateurs du marché du travail et que tous pointent dans le

moving into excess demand. The labour market is now well above where it was. Employment is now well above pre-pandemic levels.

If you look at a broad range of indicators, whether it's the macro indicators, employment rate, unemployment rate — which is at a serious low — or if you look at some of the more granular indicators, looking at different types of workers, different markets, they all suggest that the labour market is more than fully recovered from the pandemic and is overheating. That does suggest that we're going to see further increases in wages.

What we look at is the relationship between wages and productivity. Higher productivity pays for higher wages. So far, higher wages are not an independent source of inflation. The sources of inflation are what I've already talked about.

As long as productivity goes up with wages, and we think there are good reasons why productivity will rebound — we can come back to that — wages can grow faster without contributing to inflation. But we will be watching closely that relationship between wages and productivity.

Your second point about much of the inflation being global, there are two things to underline here. First of all, we do have an economy that's moving into excess demand. These higher global prices — which, yes, are beyond our control — when combined with an economy that's moving into excess demand, means that it's much easier for companies to pass through those higher costs.

When we survey companies, that's what we're hearing. Historically, companies have been pretty careful about passing on higher input costs to their customers because what they tell us is there's a lot of competition. Our customers don't like price increases; they're going to go somewhere else. We can't increase prices, or at least not very much.

Now what you're hearing against the background of strong demand is that they're less worried about their competition. They have lots of customers so they're passing things through quickly. So this excess demand is interacting with higher prices of global goods. That's an important reason why we do need to moderate demand in line with supply.

I will be brief on this last point.

sens d'une demande excédentaire sur le marché du travail. Celui-ci se situe maintenant bien au-dessus du niveau où il était. L'emploi est maintenant bien supérieur aux niveaux d'avant la pandémie.

Si vous examinez un large éventail d'indicateurs, qu'il s'agisse des indicateurs macroéconomiques, du taux d'emploi, du taux de chômage — qui est très bas — ou de certains des indicateurs plus détaillés concernant différents types de travailleurs, différents marchés, tous donnent à penser que le marché du travail est plus que complètement remis de la pandémie et est en surchauffe. Cela laisse supposer que les salaires vont encore augmenter.

Ce que nous examinons, c'est la relation entre les salaires et la productivité. Une productivité plus élevée compense des salaires plus élevés. Jusqu'à maintenant, les salaires plus élevés n'ont pas été en soi une source de l'inflation. J'ai déjà parlé des sources de l'inflation.

Tant que la productivité augmente en même temps que les salaires, et nous pensons qu'il y a de bonnes raisons de dire que la productivité rebondira — mais nous pourrions revenir là-dessus —, les salaires peuvent augmenter plus rapidement sans contribuer à l'inflation. Mais nous surveillerons de près la relation entre les salaires et la productivité.

Vous avez dit qu'une grande partie de l'inflation est mondiale. Il y a deux choses à souligner ici. Tout d'abord, nous sommes en train de passer à une demande excédentaire dans notre économie. Les prix plus élevés au niveau mondial — qui, oui, échappent à notre contrôle — combinés à une économie qui se dirige vers une demande excédentaire, signifient qu'il est beaucoup plus facile pour les entreprises de faire absorber par d'autres ces coûts plus élevés.

Lorsque nous sondons les entreprises, c'est ce que nous entendons. Par le passé, les entreprises faisaient très attention de ne pas refiler les coûts plus élevés des intrants à leurs clients, parce qu'elles disaient qu'il y avait beaucoup de concurrence, que leurs clients n'aimaient pas les augmentations de prix et que cela allait les inciter à aller ailleurs. Les entreprises croyaient qu'elles ne pouvaient pas augmenter les prix, ou du moins pas beaucoup.

Maintenant, ce que l'on entend dans le contexte d'une forte demande, c'est que les entreprises s'inquiètent moins de la concurrence. Elles ont beaucoup de clients, alors elles peuvent rapidement refiler les coûts. Cette demande excédentaire est donc en interaction avec les prix plus élevés des biens à l'échelle mondiale. C'est une raison importante pour laquelle nous devons modérer la demande pour qu'elle corresponde à l'offre.

Je serai bref sur le dernier point.

It is critical that we keep inflation expectations well anchored. Canadians are counting on us to bring inflation back to target. We are determined to realize that confidence. We're prepared to be forceful to make sure that we succeed in our mandate.

**Senator Woo:** Good evening, governor and senior deputy. Thank you for appearing at our committee.

Can I ask you to comment, please, on what you see as the relative contribution of fiscal policy to the current condition of excess demand that you've described, and the prospect of a contractionary fiscal policy helping us get out of that excess demand situation therefore making your job easier?

**Mr. Macklem:** You probably won't be surprised. I'm going to leave discussions of appropriate fiscal policy to governments, to Parliament and to senators.

We have a very clear mandate, and that is to bring inflation back to control, back to target. The way we look at it is we take government policies as given — provincial policies, federal policies — and those are included in our outlook. We put those in our models. It's in there with how strong the U.S. economy is, what we think the strength of consumer spending will be and what businesses' investment plans are. We put all that together. That gives us a projection for demand.

We look at demand relative to supply. And that's an important input into the actions that we need to take to bring inflation back to target. Fiscal policy is really for the government, for Parliament and obviously you play a role in approving and discussing fiscal plans.

**Senator Woo:** Could you comment if fiscal policy, as you see it in the years to come, is on a contractionary direction?

Is that the premise that you're using in your models?

**Mr. Macklem:** The emergency measures that were taken have rolled off, so spending and particularly transfers have diminished dramatically as we've come out of this. I wouldn't describe fiscal policy as contractionary going forward, though the level of spending has reduced a lot as the economy has recovered. But you've seen the fiscal track.

**The Chair:** We'll pursue that one by looking at the budget and whether spending really has contracted.

Il est essentiel que nous gardions les attentes en matière d'inflation bien ancrées à la cible. Les Canadiens comptent sur nous pour ramener l'inflation à la cible. Nous sommes déterminés à être à la hauteur de cette confiance. Nous sommes prêts à faire preuve de fermeté pour nous assurer de mener à bien notre mandat.

**Le sénateur Woo :** Bonsoir, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure. Merci de comparaître devant notre comité.

Puis-je vous demander de commenter, s'il vous plaît, sur ce que vous considérez comme la contribution relative de la politique budgétaire à la situation actuelle de demande excédentaire que vous avez décrite, et sur la perspective d'une politique budgétaire qui nous aiderait à nous sortir de cette situation de demande excédentaire, ce qui faciliterait votre travail?

**M. Macklem :** Vous ne serez probablement pas surpris que je vous dise que je vais laisser aux gouvernements, au Parlement et aux sénateurs le soin de déterminer la politique budgétaire appropriée.

Nous avons un mandat très clair, et c'est de ramener l'inflation à la cible. Nous prenons les politiques gouvernementales — les politiques provinciales, les politiques fédérales — comme elles sont et nous les incluons dans nos perspectives. Nous les intégrons à nos modèles. Cela tient compte de la vigueur de l'économie américaine, de ce que nous pensons de la croissance des dépenses de consommation et des plans d'investissement des entreprises. Nous mettons tout cela ensemble et nous obtenons une projection de la demande.

Nous examinons la demande par rapport à l'offre. Et c'est un élément important des mesures que nous devons prendre pour ramener l'inflation à la cible. La politique budgétaire relève en fait du gouvernement, du Parlement, et vous jouez évidemment un rôle dans l'examen et l'approbation des plans budgétaires.

**Le sénateur Woo :** Pourriez-vous nous dire si la politique budgétaire, telle que vous la concevez pour les années à venir, va dans le sens de l'austérité?

Est-ce la prémisse que vous utilisez dans vos modèles?

**M. Macklem :** Les mesures d'urgence qui ont été prises ont porté fruit, de sorte que les dépenses, et en particulier les transferts, ont considérablement diminué au fil du temps. Je ne dirais pas la politique budgétaire en est une d'austérité pour l'avenir, même si le niveau des dépenses a beaucoup diminué à mesure que l'économie se redresse. Mais vous avez vu l'orientation qui a été prise.

**La présidente :** À cet égard, nous examinerons le budget, afin de voir si les dépenses ont vraiment diminué.

**Senator Loffreda:** Thank you, Governor Macklem and Senior Deputy Governor Rogers, for being here this evening. I would like to address the issue of increasing interest rates, but look at it from a different angle, which is the impact that increasing interest rates will have on our economy in the long term.

Let me elaborate. Based on my experience in the banking sector, access to financing is always easier for bigger firms than small- and medium-sized companies. The low interest rates have encouraged large firms to access capital in a greater fashion. This has led to more mergers, acquisitions and further expansion of the big industry players — or the superstar firms, if we can call them that — and too often at the expense of small- and medium-sized businesses that don't always have the same leverage to raise additional debt financing to repurchase shares or boost capital investment. When preparing for this evening, our office came across some research on this very topic in recent days when I shared the question I wanted to put forward this evening.

Do you have any insights on the matter? Do you believe an increase in interest rates will help level the playing field and could be more advantageous for smaller companies over the long term, obviously? They are the bulk of our economy, and I understand that the consumer is always the motor of every economy and the vehicle of every recovery, and the increasing interest rates won't benefit the consumer. But in the long term, could they be beneficial to small- and medium-sized companies because of the lack of cheap capital and higher interest rates? I'd like your insight on that.

**Mr. Macklem:** It's a bit of a difficult question to answer. We control the interest rate on one-day money, one-day interest rate. That does get transmitted through the financial system, through markets. There are a variety of financial channels, and certainly in having raised interest rates by 75 basis points, having signalled that we expect to be raising interest rates further, you've already seen a substantial move up in the term structure. Quite a bit of those interest rate increases are already built into future financing costs, and that is rippling through smaller businesses and bigger businesses.

I think having a stable economy and low stable inflation is very important for all businesses in terms of being able to make predictable investment plans and being confident that the value of a dollar today is the value of a dollar tomorrow.

As you highlighted, small business is particularly important in this country. We have a lot of small businesses. They are an important engine of growth, and certainly we'd like to see more

**Le sénateur Loffreda :** Je remercie le gouverneur Macklem et la première sous-gouverneure Rogers d'être ici ce soir. J'aimerais aborder la question de l'augmentation des taux d'intérêt, mais sous un angle différent, c'est-à-dire l'impact que cette augmentation aura à long terme sur notre économie.

Permettez-moi de m'expliquer. D'après mon expérience dans le secteur bancaire, l'accès au financement est toujours plus facile pour les grandes entreprises que pour les petites et moyennes entreprises. Les faibles taux d'intérêt ont incité les grandes entreprises à avoir davantage accès au capital. Cela a entraîné davantage de fusions, d'acquisitions et d'expansion des grands joueurs de l'industrie — ou des sociétés vedettes, si on peut les appeler ainsi —, trop souvent aux dépens des petites et moyennes entreprises, ces dernières n'ayant pas toujours le même levier pour obtenir du financement par emprunt supplémentaire, afin de racheter des actions ou de stimuler l'investissement en capital. En préparation pour ce soir, notre bureau a pris connaissance de certaines recherches sur ce sujet au cours des derniers jours, lorsque j'ai mentionné la question que je voulais poser ce soir.

Avez-vous des idées à ce sujet? Croyez-vous qu'une augmentation des taux d'intérêt aidera à uniformiser les règles du jeu et pourrait être plus avantageuse pour les petites entreprises à long terme? Elles représentent évidemment la majeure partie de notre économie, et je comprends que le consommateur est toujours le moteur de chaque économie et le véhicule de chaque reprise, mais l'augmentation des taux d'intérêt ne sera pas avantageuse pour lui. À long terme, toutefois, pourrait-elle profiter aux petites et moyennes entreprises, compte tenu du manque de capitaux à bon marché et des taux d'intérêt plus élevés? J'aimerais savoir ce que vous en pensez.

**M. Macklem :** Il est un peu difficile de répondre à cette question. Nous contrôlons le taux d'intérêt à un jour. Les effets se font sentir par l'entremise du système financier, par l'entremise des marchés. Il y a une variété de canaux financiers, et il est certain qu'après avoir augmenté les taux d'intérêt de 75 points de base, après avoir signalé que nous nous attendons à les relever davantage, nous avons déjà constaté une hausse importante de la structure des échéances. Une bonne partie de ces augmentations des taux d'intérêt sont déjà intégrées aux coûts de financement futurs, et cela se répercute sur les petites et les grandes entreprises.

Je pense qu'il est très important pour toutes les entreprises d'avoir une économie stable et un taux d'inflation faible et stable, afin de pouvoir élaborer des plans d'investissement prévisibles et être convaincus que la valeur d'un dollar aujourd'hui est la même que celle d'un dollar demain.

Comme vous l'avez souligné, les petites entreprises sont particulièrement importantes au Canada. Nous en avons un grand nombre. Elles sont un moteur important de la croissance, et nous

investment, and an important part of that is coming from small business because investment will build the supply side of the economy and will be another thing that will help bring supply in line with demand.

**Senator Smith:** Thank you, governor and deputy governor, for being with us.

To what extent has the federal carbon tax impacted inflation numbers? Does the carbon tax account for any significant portion, if at all? There have been think tanks that have suggested that carbon pricing might have to be significantly increased. What impact could that possibly have on the economy, if at all?

**Mr. Macklem:** We do include the announced carbon prices in our own projections and in our *Monetary Policy Report*. You have to look carefully to see it, but there's a little slice in the inflation forecast that reflects the carbon tax. It's contributing about 0.1% of inflation per year. One of the reasons why that is small is that the carbon tax is going up gradually over time, and we measure inflation on a year-over-year basis. In any one year, the contribution is pretty small.

**Senator Smith:** If there was a significant increase for any reason that the government needed more funds to pay off whatever indebtedness it had, would that have any impact at all, or will it just be marginal all the time?

**Mr. Macklem:** The carbon price has an impact. When I was at the House Finance Committee, I think in January, I was asked what the impact would be if it were removed entirely, and I wrote back to the committee and indicated it would take 0.4% off inflation. Inflation is 6.7% now, so it would be 6.3% if you took it off. It's certainly there, but it's not a major factor in the grand scheme of things.

**The Chair:** Just a couple of quick points here, governor, before we move on to our final session. Could follow up on your answer to Senator Woo about how you see the fiscal plan, the spending plans, basically just looking at the last budget and the new programs announced? Do you see that as deflationary or contracting or something that won't impact the decisions you have to make?

**Mr. Macklem:** The forecast that we put out two weeks ago doesn't include the recent federal budget because it came out just ahead of our forecast. It already builds in previous budgets, federal budgets, provincial budgets and the previous spending plans.

aimerions certainement qu'il y ait plus d'investissements, dont une partie importante vient des petites entreprises. Les investissements contribuent à renforcer l'offre dans l'économie et à la faire correspondre à la demande.

**Le sénateur Smith :** Merci, monsieur le gouverneur et madame la sous-gouverneure, d'être parmi nous.

Dans quelle mesure la taxe fédérale sur le carbone a-t-elle influé sur l'inflation? Est-elle à l'origine d'une partie importante de celle-ci, le cas échéant? Des groupes de réflexion ont laissé entendre qu'il faudrait peut-être augmenter considérablement la tarification du carbone. Si cela se produisait, quelle incidence cela pourrait-il avoir sur l'économie?

**M. Macklem :** Nous incluons la tarification du carbone annoncée dans nos propres projections et dans notre *Rapport sur la politique monétaire*. Il faut examiner attentivement la situation, mais il y a une petite tranche des prévisions de l'inflation qui reflète la taxe sur le carbone. Cette dernière contribue à environ 0,1 % de l'inflation par année. L'une des raisons pour lesquelles cette contribution est faible, c'est que la taxe sur le carbone augmente graduellement au fil du temps, et nous mesurons l'inflation d'une année à l'autre. Chaque année, sa contribution est assez modeste.

**Le sénateur Smith :** S'il y avait une augmentation importante pour quelque raison que ce soit et que le gouvernement avait besoin de plus d'argent pour rembourser sa dette, est-ce que cela aurait un impact quelconque, ou est-ce que ce serait toujours marginal?

**M. Macklem :** La tarification du carbone a un impact. Lorsque j'ai comparu devant le Comité des finances de la Chambre des communes, en janvier, je crois, on m'a demandé quelles seraient les répercussions de l'élimination complète de cette taxe, et j'ai répondu au comité que cela réduirait l'inflation de 0,4 %. L'inflation est actuellement de 6,7 %, alors elle serait de 6,3 % si on l'enlevait. Elle joue certainement un rôle, mais, tout bien considéré, ce n'est pas un facteur important.

**La présidente :** Quelques brèves remarques, monsieur le gouverneur, avant de conclure. Pourriez-vous donner suite à votre réponse au sénateur Woo sur la façon dont vous voyez le plan budgétaire, les plans de dépenses, en vous basant essentiellement sur le dernier budget et sur les nouveaux programmes annoncés? Pensez-vous que cela aura un effet déflationniste ou que cela n'aura aucune incidence sur les décisions que vous devez prendre?

**M. Macklem :** Les prévisions que nous avons publiées il y a deux semaines ne tiennent pas compte du récent budget fédéral, car celui-ci est paru juste avant. Toutefois, elles intègrent déjà les budgets précédents, les budgets fédéraux, les budgets provinciaux et les plans de dépenses précédents.

With respect to the most recent budget that came out, the net of new measures — when you look at both the spending and revenue measures — is about \$30 billion over five years. That is positive relative to the projection we put out. It's a positive impulse. But \$30 billion over five years is not big enough to have a material effect on our macroeconomic projections. When we get to our next projection in July, we will include the latest budget announcements in there. There might be some effects on some of the components, but I don't think there will be much of an effect at the aggregate level or at the level that would influence decisions.

**The Chair:** There has been response to some comments from the Bank of England governor, and some of the experts in this field say it's going to be indicative of the language that we're going to hear. You have mentioned the recession word a couple of times. His phrase was:

We are now walking a very tight line between tackling inflation and the output effects of the real income shock, and the risk that that could create a recession.

What would you put that risk at?

**Mr. Macklem:** What I would underline is if you look at our own forecast, we have really solid growth. This year, it's 4.25; next year, 3.25; 2.25 the year after that. It's good growth, and we have inflation coming back to target. I have no doubt things aren't going to play out exactly the way we forecast. They never do. But there's quite a bit of room. With that amount of solid growth, there is quite a bit of room. Even if growth was a bit weaker, it's a long way from negative.

I do think it will be delicate. I share Governor Bailey's view that assessing the balance between demand and supply is particularly hard when you have these global supply issues. They're global; they're hard to predict. Sitting in Canada, we don't have a particularly good line of sight on these. We certainly share information at the global table, but they are hard to predict. Where will the war go? How will COVID play out in China? These are fundamental uncertainties.

Then on the spending side, we've never come out of a pandemic before. So exactly how the household will react? Households have a lot of extra savings — how much of those savings will they deploy? How much will they save for a long time? Those are things we are looking at very closely.

There is a considerable uncertainty. It will be a delicate balance, but if you boil it down, the economy is overheating. That's creating domestic inflationary pressures. We need to cool growth to cool inflation. We don't want to overcool the

En ce qui concerne le dernier budget qui a été présenté, le total des nouvelles mesures — si vous examinez les dépenses et les recettes — est d'environ 30 milliards de dollars sur cinq ans. C'est positif par rapport à la projection que nous avons faite. C'est une impulsion positive. Mais 30 milliards de dollars sur cinq ans, ce n'est pas assez pour avoir un effet important sur nos projections macroéconomiques. Lorsque nous arriverons à nos prochaines projections, en juillet, nous y inclurons les dernières annonces budgétaires. Il pourrait y avoir des effets sur certaines composantes, mais je ne crois pas qu'il y en aura beaucoup globalement ou à un niveau qui influencera les décisions.

**La présidente :** Certains commentaires du gouverneur de la Banque d'Angleterre ont donné lieu à des réactions, et certains experts du domaine disent qu'ils sont révélateurs du discours que nous allons entendre. Vous avez mentionné le mot récession à quelques reprises. Il a dit :

La ligne de démarcation est maintenant très étroite entre la lutte contre l'inflation et les effets du choc des revenus réels sur la production, et le risque que cela crée une récession.

À quel niveau évaluez-vous ce risque?

**M. Macklem :** Je tiens à souligner que, si vous regardez nos propres prévisions, nous avons une croissance vraiment solide. Cette année, elle est de 4,25; l'année prochaine, de 3,25; l'année suivante, de 2,25. C'est une bonne croissance, et l'inflation revient à la cible. Je suis convaincu que les choses ne se dérouleront pas exactement comme nous l'avions prévu. Cela n'arrive jamais. Mais nous avons une bonne marge de manœuvre. Avec une croissance aussi solide, la marge de manœuvre est grande. Même si la croissance était un peu plus faible, elle serait loin d'être négative.

Je pense que ce sera délicat. Je suis d'accord avec le gouverneur Bailey pour dire qu'il est particulièrement difficile d'évaluer l'équilibre entre la demande et l'offre lorsqu'il y a des problèmes d'offre mondiale comme ceux que nous connaissons. Ces problèmes sont mondiaux et sont difficiles à prévoir. Au Canada, nous n'avons pas une très bonne vue d'ensemble. Nous échangeons certainement des renseignements à la table mondiale, mais la situation est difficile à prévoir. Que se passera-t-il avec la guerre? Quel sera l'effet de la COVID en Chine? Ce sont des incertitudes fondamentales.

Pour ce qui est des dépenses, c'est la première fois que nous sortons d'une pandémie. Comment les ménages réagiront-ils exactement? Ils ont beaucoup d'épargne supplémentaire. Quelle proportion de cette épargne utiliseront-ils? Combien épargneront-ils à long terme? Ce sont des choses que nous suivons de très près.

Il y a beaucoup d'incertitude. L'équilibre sera délicat, mais en résumé, on peut dire que l'économie surchauffe. Cela crée des pressions inflationnistes intérieures. Nous devons ralentir la croissance pour freiner l'inflation. Nous ne voulons pas trop

economy, but we don't want it overheating and creating inflation.

Yes, it is going to be delicate, but we do need to raise interest rates to moderate that spending growth and get inflation back to target.

**The Chair:** We will begin our second round here, and our time is fleeting, so short and sharp if we can. We begin with Senator Deacon.

**Senator C. Deacon:** I want to take advantage of the fact that we have Senior Deputy Governor Rogers with us as well. I was intrigued with the report from the Office of the Superintendent of Financial Institutions and the Bank of Canada working together examining another uncertainty that we have in our future, and that's the economic and financial risks associated with climate change.

I wanted to zero in on that for a second, just to look at two of the findings that I understand were in that report. First, the limitations we currently have on our FIs — our financial institutions — as it relates to their credit risk methodology and their lending portfolios and the fact that it needs significant investment. The other is how the slow response to climate change will bring about greater volatility in our economy based on the modelling that you did. I'm just wondering if you could speak to that report a bit and offer some thoughts in that regard.

**Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada:** Sure, I'd be pleased to. The first question that you asked around the methodologies for credit risk grading inside our financial institutions is best put to my colleagues from the Office of the Superintendent of Financial Institutions, who I know visit you regularly as well. They're the experts in that field. I would prefer to leave that question to them.

I would be happy to talk about the report. The second point you made is probably one of our most important findings in that report, and that is there is a very strong relationship between how early we start to deal with the impacts of climate change on the financial sector in Canada and the degree of volatility that change will bring and its potential impact to stability. I think that was one of the key findings in that report. We knew this intuitively, but that report put a lot of really solid analytics and data behind the intuition that a large structural change needs to occur in the Canadian economy to get to net zero, to get to the commitments that have been made. Like any major change, the longer time we have to make that change, the less likely it is to be very disruptive and create problems. I think that was the key point.

refroidir l'économie, mais nous ne voulons pas qu'elle surchauffe et crée de l'inflation.

Oui, ce sera délicat, mais nous devons relever les taux d'intérêt pour modérer la croissance des dépenses et ramener l'inflation à la cible.

**La présidente :** Nous allons commencer notre deuxième série de questions, et notre temps est limité, alors soyez brefs et concis, si possible. Nous allons commencer par le sénateur Deacon.

**Le sénateur C. Deacon :** J'aimerais profiter du fait que nous accueillons également la première sous-gouverneure Rogers. J'ai été intrigué par le rapport du Bureau du surintendant des institutions financières et de la Banque du Canada, qui se penchent ensemble sur une autre incertitude qui plane sur notre avenir, à savoir les risques économiques et financiers associés aux changements climatiques.

Je voulais m'attarder un instant sur cette question, simplement pour examiner deux des conclusions qui figurent dans ce rapport, si j'ai bien compris. Il s'agit premièrement des limites qui existent actuellement en ce qui a trait à nos institutions financières, pour ce qui est de leur méthodologie au chapitre du risque de crédit et de leurs portefeuilles de prêts, et du fait qu'elles ont besoin d'investissements importants. L'autre concerne la façon dont la lenteur de la réaction aux changements climatiques entraînera une plus grande volatilité dans notre économie, selon la modélisation que vous avez faite. Je me demande si vous pourriez nous parler un peu de ce rapport et nous faire part de vos réflexions à cet égard.

**Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada :** Bien sûr, avec plaisir. La première question que vous avez posée au sujet des méthodes de classement du risque de crédit au sein de nos institutions financières devrait être posée à mes collègues du Bureau du surintendant des institutions financières qui, je le sais, vous rendent visite régulièrement. Ce sont eux les experts dans ce domaine. Je préfère leur laisser le soin de répondre.

Je peux toutefois vous parler du rapport avec plaisir. Le deuxième point que vous avez soulevé est probablement l'une des conclusions les plus importantes de ce rapport. Il y a un lien très fort entre le moment où nous commencerons à nous occuper des répercussions des changements climatiques sur le secteur financier au Canada et le degré de volatilité que ces changements entraîneront, ainsi que leurs répercussions potentielles sur la stabilité. Je pense que c'était l'une des principales conclusions de ce rapport. Nous le savions intuitivement, mais ce rapport a fourni beaucoup d'analyses et de données très solides à l'appui de notre intuition qu'un changement structurel important doit se produire dans l'économie canadienne pour atteindre la carboneutralité, pour respecter les engagements qui ont été pris. Comme tout changement majeur, plus nous avons de temps pour

The other really important point to make about that study is that it makes a lot of assumptions that we needed to make for the purpose of analytics. It assumes a lot of perfect foresight on policy change, and we know that won't be the case. The disruption that we're going through now with the invasion of Ukraine shows that there can still be shocks that affect our transition away from fossil fuels. So again, I think the message is the one you picked up, which is the longer the runway we have, the less disruptive the change will likely be to the financial sector.

**Senator C. Deacon:** We have a challenge in that our declining business investment in innovation — and success in innovation, increasing productivity growth — has meant that we have less room in our economy without triggering inflation in terms of growth. So to what extent do you see the disruption of the move towards addressing climate change and these other factors? To what extent do you see advancing innovation and investment in innovation in our economy as being a critical factor?

**Ms. Rogers:** As the chair asked me to be brief, it's very important. We're a small, open economy, and we still have a reliance on the fossil fuel sector. We can't just turn that off and transition overnight. We will need to continue to innovate and invest over time as we transition. So investment and innovation in that sector will be critical to our ability to transition.

**Senator C. Deacon:** Thank you, witnesses.

**The Chair:** We appreciate that a lot, Ms. Rogers. Thank you.

[Translation]

**Senator Bellemare:** I'm going to switch topics. Since we have the two of you, I want to use this opportunity to ask about crypto-currencies, an issue that is currently being examined. I wanted to gauge your appetite, governor, for a central crypto-currency. Where do you stand on that, and what would the impact on monetary policy be?

**Mr. Macklem:** When it comes to monetary policy, what matters is that the Canadian dollar remain at the heart of Canada's financial system, and from what I see in the future, the Canadian dollar is going to stay at the centre of the financial system. We need to have a Canadian currency and a floating

l'apporter, moins il est probable qu'il soit très perturbateur et qu'il crée des problèmes. Je pense que c'était l'élément clé.

L'autre point très important à souligner au sujet de cette étude, c'est qu'elle repose sur de nombreuses hypothèses que nous devons formuler aux fins de l'analyse. Cela suppose pour une large part une prévoyance parfaite en matière de changements de politique, mais nous savons que cela ne se produira pas. Les perturbations que nous vivons actuellement avec l'invasion de l'Ukraine montrent qu'il peut encore y avoir des chocs qui affecteront notre transition vers l'abandon des combustibles fossiles. Encore une fois, je pense que le message est celui que vous avez capté, à savoir que plus nous avons de temps, moins les changements seront perturbateurs pour le secteur financier.

**Le sénateur C. Deacon :** Nous avons un défi à relever en ce sens que le déclin de l'investissement des entreprises dans l'innovation — de même que la réussite dans l'innovation et l'augmentation de la croissance de la productivité — signifie que nous avons moins de place pour la croissance dans notre économie sans déclencher d'inflation. Dans quelle mesure croyez-vous que la lutte contre les changements climatiques et ces autres facteurs sera perturbée? Dans quelle mesure croyez-vous que la promotion de l'innovation et de l'investissement dans l'innovation dans notre économie est un facteur essentiel?

**Mme Rogers :** Comme la présidente m'a demandé d'être brève, je résumerais en disant que c'est très important. Nous sommes une petite économie ouverte, et nous dépendons toujours du secteur des combustibles fossiles. Nous ne pouvons tout simplement pas mettre fin à cela et faire la transition du jour au lendemain. Nous devons continuer d'innover et d'investir au fil du temps pendant la transition. L'investissement et l'innovation dans ce secteur seront donc essentiels à notre capacité de transition.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci aux témoins.

**La présidente :** Nous vous sommes très reconnaissants, madame Rogers. Merci.

[Français]

**La sénatrice Bellemare :** Je vais changer de sujet un petit peu, parce que je veux profiter de l'occasion de votre présence, à tous deux, pour vous poser des questions sur les cryptomonnaies, car on est en train de se pencher là-dessus. Je voulais connaître votre attrait, monsieur le gouverneur, pour une cryptomonnaie centrale. Qu'est-ce que vous en pensez, et quel serait l'impact d'une telle mesure sur une politique monétaire?

**M. Macklem :** Pour ce qui est de la politique monétaire, l'important est que le dollar canadien demeure au centre du système financier du Canada et selon ce que j'entrevois pour l'avenir, le dollar canadien demeurera au centre du système financier. Il faut avoir notre devise canadienne et avoir un taux

exchange rate. That way, we can have a Canadian monetary policy for Canadians that reflects Canada's needs.

That is not to say that the system can't have episodes of unevenness. Throughout our history, we have seen waves where the system has experienced unevenness, and I anticipate we will see others. On our end, we are examining the possibility of a digital currency at the Bank of Canada.

Ultimately, it isn't up to us. It's up to the government and Parliament. In a more digital economy, there are good reasons why Canadians should have access to a digital currency associated with the central bank.

We are working very hard to ready ourselves for that possibility, but no decision has been made. It started with a research project, and now we are looking at a plan for possible implementation.

**Senator Bellemare:** It would have a neutral effect in terms of monetary policy, then. Having or not having a digital currency would not impact monetary policy. Do I have that right?

**Mr. Macklem:** Yes, what matters is that the Canadian dollar remains at the centre of the system. The technicalities of monetary policy operations may be affected, but not really the conduct of monetary policy.

**Senator Bellemare:** Thank you.

**Senator Gignac:** I'd like to discuss a different topic, social inequality in Canada and the role of monetary policy.

You gave a speech last year — I believe it was in May 2021 — and you said that quantitative easing could influence asset prices and investment values, and contribute to social inequality by accelerating wealth. After all, people who are less well off seldom have a lot of money in registered retirement savings plans and they tend to be renters.

Why not take a more aggressive approach in unwinding your balance sheet? I realize that you don't want to trigger any financial market disruptions, but given that Canada's medium- and long-term rates are below those of the U.S. — which explains the weak Canadian dollar, by the way — why not announce ahead of time a more aggressive unwinding of the bank's balance sheet? Proportionately speaking, you provided more financing to the Canadian government than the Federal Reserve did to the U.S. government.

**Mr. Macklem:** The other thing I said when I spoke about the effects of quantitative easing on inequality is that the most important thing for equality is employment. For monetary policy, the effect of quantitative easing and exceptional forward

de change flexible. La conséquence, c'est que nous pouvons avoir une politique monétaire canadienne, pour les Canadiens, qui reflète les besoins du Canada.

Cela ne veut pas dire qu'il ne peut pas y avoir de dénivellations dans le système. Nous avons vécu plusieurs vagues de dénivellation dans notre histoire, et je prévois qu'il y en aura d'autres. Chez nous, on se penche sur la possibilité d'avoir une monnaie numérique à la Banque du Canada.

En fin de compte, ce n'est pas notre décision, mais celle du gouvernement et du Parlement. Il y a quand même dans une économie plus numérique de bonnes raisons pour lesquelles les Canadiens devraient avoir la possibilité d'avoir une monnaie numérique d'une banque centrale.

On travaille fort afin d'être prêt à cette possibilité, mais aucune décision n'a été prise à l'heure actuelle. Cela a commencé par un projet de recherche, et maintenant on est en train de se pencher sur un projet de mise en place.

**La sénatrice Bellemare :** Donc, ce serait neutre par rapport à la politique monétaire, qu'on ait une monnaie numérique ou pas; cela n'a pas d'impact sur la politique monétaire. Est-ce que je comprends bien?

**M. Macklem :** Oui, ce qui est important, c'est que le dollar canadien reste au centre du système; cela peut avoir des effets sur les détails de l'opération de la politique monétaire, mais pas vraiment sur la conduite de la politique monétaire.

**La sénatrice Bellemare :** Merci.

**Le sénateur Gignac :** J'aimerais vous amener sur un autre sujet : les inégalités sociales au Canada et le rôle de la politique monétaire.

Dans un de vos discours de l'an passé, je crois que c'était au mois de mai 2021, vous disiez que l'assouplissement quantitatif peut influencer le prix des actifs et la valeur des placements et contribuer aux inégalités sociales en accélérant la richesse, puisque c'est rare que les gens plus pauvres ont beaucoup de REER et qu'ils sont souvent locataires.

Pourquoi ne pas être plus dynamique dans la réduction de votre bilan? Je comprends que vous ne voulez pas déclencher de perturbations sur le marché financier, mais dans un contexte où les taux à moyen et long terme au Canada sont inférieurs à ceux des États-Unis — ce qui explique d'ailleurs la faiblesse du dollar canadien —, pourquoi ne pas annoncer à l'avance une réduction plus dynamique du bilan puisque, toute proportion gardée, vous avez financé davantage le gouvernement canadien que la Réserve fédérale a financé le gouvernement américain?

**M. Macklem :** L'autre chose que j'ai dite lorsque j'ai parlé des effets de l'assouplissement quantitatif sur l'inégalité, est que ce qui est le plus important pour l'égalité, c'est d'avoir un emploi. L'effet de l'assouplissement quantitatif et des indications

guidance is to bring down the interest rate to the effective lower bound, and the impact is a remarkable turnaround in the labour market. The effects of the crisis were very uneven, and thanks to a strong recovery, those inequalities have been reduced. The employment rate among women and youth is now higher than it was pre-pandemic, and yet, they were among the most affected groups.

Yes, the effects are also felt in terms of wealth inequality, but the most important thing is the effect on employment income, and I think it has worked well.

As for the second half of your question, I would say that we are going to see a reduction in our balance sheet fairly quickly. I want to stress that our main tool is the interest rate. We have a lot more experience using interest rates to support monetary policy. We can be more nimble in our response with that tool than through the very active use of quantitative easing.

**Senator Gignac:** Indeed.

**Mr. Macklem:** Interest rates are our main tool. We used quantitative easing because we couldn't use our primary tool, the interest rate. We can't lower it anymore, but we can raise it further. We have a lot more experience, we are very familiar with [Technical difficulty] between interest rates and the economy, and it is a more flexible tool. For all those reasons, we use it first.

**Senator Gignac:** Thank you.

[English]

**Senator Marshall:** I want to go to the balance sheet that my colleague was just discussing.

If you were more aggressive in cleaning off your balance sheet and sold some of those Government of Canada bonds, would you incur a loss? Has there been any assessment by the bank on that option?

**Mr. Macklem:** Yes. In general, we probably would incur losses. If you look at our balance sheet, you can see the value of the indemnity as interest rates have gone up. We bought these bonds at much lower interest rates. Interest rates are higher now, so there would be a capital loss.

I would like to underline a few things. We don't run monetary policy to maximize our revenue. Our monetary policies are guided by our mandate. If we sold them at today's interest rates, most of the bonds would be at a loss.

**Senator Marshall:** Can you give us an idea of the magnitude? The reason I'm asking is because if you did pursue a more aggressive rolling off of those bonds, those losses roll into the

prospectives exceptionnelles pour la politique monétaire est de baisser le taux d'intérêt à sa valeur plancher et d'engendrer une reprise remarquable dans le marché de la main-d'œuvre. Durant cette crise, les effets étaient très inégaux, et en raison d'une forte reprise, ces inégalités ont été réduites. Le taux d'emploi chez les femmes et les jeunes est plus élevé maintenant qu'avant la crise, alors que ces groupes étaient les plus affectés.

Oui, il y a aussi des effets sur l'inégalité de la distribution des richesses, mais le plus important, c'est l'effet sur les revenus que procure un emploi, et je pense que cela a bien fonctionné.

Quant à la deuxième partie de votre question, on verra une réduction de notre bilan assez rapidement. Je voudrais souligner que notre premier outil est le taux d'intérêt. Nous avons beaucoup plus d'expérience de l'utilisation des taux d'intérêt pour la politique monétaire; c'est un outil grâce auquel il est plus facile de réagir rapidement que d'utiliser le resserrement quantitatif de manière très active.

**Le sénateur Gignac :** Effectivement.

**M. Macklem :** Les taux d'intérêt sont notre premier outil. On a utilisé l'assouplissement quantitatif parce qu'on ne pouvait utiliser notre outil primaire, le taux d'intérêt. On ne peut pas le baisser plus, mais on peut le hausser davantage. On a beaucoup plus d'expérience, on connaît bien les [Difficultés techniques] entre les taux d'intérêt et l'économie, et c'est un outil plus flexible. Pour toutes ces raisons, on va utiliser cet outil en premier.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

[Traduction]

**La sénatrice Marshall :** J'aimerais revenir au bilan dont mon collègue vient de parler.

Si vous étiez plus énergique dans l'assainissement de votre bilan et que vous vendiez certaines de ces obligations du gouvernement du Canada, auriez-vous une perte? La banque a-t-elle évalué cette option?

**M. Macklem :** Oui. De façon générale, nous subirions probablement des pertes. Si vous regardez notre bilan, vous pouvez voir la valeur de l'indemnité à mesure que les taux d'intérêt ont augmenté. Nous avons acheté ces obligations à des taux d'intérêt beaucoup plus bas. Les taux d'intérêt sont plus élevés maintenant, alors il y aurait une perte en capital.

J'aimerais souligner quelques points. Nos politiques monétaires ne visent pas à maximiser nos revenus; elles sont guidées par notre mandat. Si nous vendions ces obligations aux taux d'intérêt actuels, ce serait à perte dans la plupart des cas.

**La sénatrice Marshall :** Pouvez-vous nous donner une idée de l'ampleur de cette perte? La raison pour laquelle je pose la question, c'est que si vous décidiez de vous départir plus

government's financial statements. I'm trying to get a handle on the relationship.

**Mr. Macklem:** Every time interest rates change, it changes. We report it every month on our balance sheet. It's about \$20 billion right now if you sold everything in one day. It's a bit of a theoretical calculation in that respect.

**Senator Marshall:** Thank you. I appreciate that.

[Translation]

**Senator Massicotte:** The last time you were here, governor, we talked about the very significant rise in housing prices. According to you, one explanation was the fact that Canadians had a lot of cash and savings, and were demonstrating their confidence in the economy through their real estate purchases or renovations.

You explained, however, that when the economy goes back to normal, Canadians will move towards other consumer goods, such as vacations, food and restaurant outings.

Is that projection correct? Can you tell us where things stand with the rise in housing prices and what the impact will be on people's liquidity?

[English]

**Mr. Macklem:** I'm going to ask the Senior Deputy Governor to take this question.

**Ms. Rogers:** I'll ask your permission to answer your question in English, if I may.

**Senator Massicotte:** No problem.

**Ms. Rogers:** I will make a couple of points about housing. Some are the same ones you heard us give you last time we visited. The imbalances we have seen in the housing market have been with us in Canada for quite a while. They are symptomatic of a chronically low supply by a long period of sustained demand. Part of that demand has been interest rates, but it's also partly a growing population, a good economy and Canada's desire for housing.

In a pandemic that has been exacerbated. People were in their homes all the time and wanted larger homes. So we saw even more housing activity over the last two years and interest rates were held low.

énergiquement de ces obligations, ces pertes se retrouveraient dans les états financiers du gouvernement. J'essaie de comprendre la relation.

**M. Macklem :** Chaque fois que les taux d'intérêt changent, la situation change. Nous en faisons état chaque mois dans notre bilan. Si nous vendions tout en une journée, ce serait environ 20 milliards de dollars à l'heure actuelle. Il s'agit d'un calcul un peu théorique dans ce cas.

**La sénatrice Marshall :** Merci. Je comprends cela.

[Français]

**Le sénateur Massicotte :** Monsieur le gouverneur, la dernière fois qu'on s'est rencontrés, on a parlé de l'augmentation très importante du prix de l'immobilier. Une explication, selon vous, est que les consommateurs canadiens détenaient beaucoup de liquidités et d'épargne, et ils se servaient de leurs valeurs immobilières ou de leurs rénovations immobilières pour assurer leur économie.

Cependant, vous nous avez expliqué qu'en raison d'un retour à une économie normale, ces gens vont plutôt privilégier davantage les autres produits de consommation, comme les voyages, la nourriture, les restaurants, etc.

Est-ce que cette projection est exacte? Pouvez-vous nous dire où en est rendue l'augmentation des prix de l'immobilier et quel impact cela aura sur cette liquidité?

[Traduction]

**M. Macklem :** Je vais demander à la première sous-gouverneure de répondre à cette question.

**Mme Rogers :** Si vous me le permettez, j'aimerais répondre à votre question en anglais.

**Le sénateur Massicotte :** Pas de problème.

**Mme Rogers :** J'aimerais soulever quelques points au sujet du logement. Certains sont les mêmes que ceux que nous avons mentionnés la dernière fois que nous nous sommes rencontrés. Les déséquilibres que nous avons constatés sur le marché de l'habitation existent au Canada depuis un bon moment. Ils sont symptomatiques d'une offre chroniquement faible et d'une longue période de demande soutenue. Une partie de cette demande provient des taux d'intérêt, mais une partie est le résultat de la croissance de la population, de la vigueur de l'économie et du besoin de logements au Canada.

Cela a été exacerbé dans le contexte de la pandémie. Les gens étaient constamment chez eux et voulaient des maisons plus grandes. Il y a donc eu encore plus d'activité dans le secteur du logement au cours des deux dernières années, et les taux d'intérêt sont demeurés bas.

In our view, the growth in housing prices right now is not sustainable. It is not good for the economy, and one of the reasons is the one you're making. We need investment in other parts of the Canadian economy. There is an awful lot of spending that's going into housing right now.

The good news is that housing is one of the parts of the economy that's sensitive to interest rates, so we do think as interest rates go up, the demand for housing will be one of the things that goes down and will moderate demand. But certainly housing will be one of those things. It is our hope that the demand and the investment that has gone into housing will go into other parts of the economy as that demand moderates.

**The Chair:** As you say, so much money has been put into mortgages and into the housing sector. I also read today that the line of credit debt in this country is very high, at \$168 billion. What does that signal to you?

**Ms. Rogers:** The proportion that's in line of credit?

**The Chair:** The number and that people are increasing their indebtedness both through mortgages and lines of credit.

**Ms. Rogers:** Household indebtedness has been a vulnerability that the bank has talked about for a while.

One of the things that we've seen over the last two years is that Canadians have accumulated what we call excess savings. The fact that they haven't been spending as much does mean that they have paid down some of their debt. They do have some excess savings. What we'll be watching for is the degree to which that excess savings does buffer the effect of rising interest rates, particularly for those homes that are stretched on the amount of debt they're holding.

**The Chair:** I guess it's the flip side of that. There may be savings, but also their indebtedness is going up. How do you reconcile those two?

**Ms. Rogers:** As I said, we are very aware that households are carrying more debt. Some of that debt, as you say, is in credit lines. One of the impacts of the increased activity in housing is more housing debt. That's something we're aware of. Interest rates will impact that. That is something we'll be watching for.

**Senator Yussuff:** Governor, obviously one of the key mandates of your responsibility is to fight inflation, but they did add, of course, this recognition about dealing with the inequality that we have seen. You have spoken a bit about this in the

À notre avis, la croissance actuelle du prix des maisons n'est pas viable. Ce n'est pas bon pour l'économie pour l'une des raisons que vous invoquez. Il faut des investissements dans d'autres secteurs de l'économie canadienne. À l'heure actuelle, beaucoup de dépenses sont consacrées au logement.

La bonne nouvelle, c'est que le logement est l'un des secteurs de l'économie qui est sensible aux taux d'intérêt. Nous pensons donc qu'à mesure que les taux d'intérêt augmenteront, la demande de logements fera partie des choses qui diminueront. Il est certain que le logement fera partie de ces choses. Nous espérons que la demande de logements diminuera et que l'investissement à ce chapitre ira à d'autres secteurs de l'économie, à mesure que la demande diminuera.

**La présidente :** Comme vous le dites, beaucoup d'argent a été investi dans les hypothèques et dans le secteur du logement. J'ai aussi lu aujourd'hui que la dette au titre des marges de crédit au Canada est très élevée, à 168 milliards de dollars. Qu'est-ce que cela vous indique?

**Mme Rogers :** La proportion de la dette attribuable aux marges de crédit?

**La présidente :** La somme de la dette et le fait que les gens augmentent leur endettement au moyen des hypothèques et des marges de crédit.

**Mme Rogers :** L'endettement des ménages est une vulnérabilité dont la banque parle depuis un certain temps.

L'une des choses que nous avons constatées au cours des deux dernières années, c'est que les Canadiens ont accumulé ce que nous appelons de l'épargne excédentaire. Le fait qu'ils n'aient pas dépensé autant signifie qu'ils ont remboursé une partie de leur dette. Ils ont des économies excédentaires. Ce que nous surveillerons, c'est la mesure dans laquelle l'épargne excédentaire atténue l'effet de la hausse des taux d'intérêt, en particulier pour les propriétaires qui sont endettés au maximum.

**La présidente :** Je suppose que c'est l'envers de la médaille. Il y a peut-être des économies, mais aussi une augmentation de l'endettement. Comment conciliez-vous les deux?

**Mme Rogers :** Comme je l'ai dit, nous sommes très conscients que les ménages sont plus endettés. Une partie de cette dette, comme vous le dites, se trouve dans les marges de crédit. L'une des répercussions de l'augmentation de l'activité dans le secteur du logement est l'augmentation de la dette liée au logement. Nous sommes au courant de cela. Les taux d'intérêt auront une incidence là-dessus. C'est quelque chose que nous surveillerons.

**Le sénateur Yussuff :** Monsieur le gouverneur, de toute évidence, l'un de vos principaux mandats est de lutter contre l'inflation, ce à quoi s'est, bien sûr, ajoutée la reconnaissance de la nécessité de s'attaquer aux inégalités dont nous avons été

past. Obviously, the people who are taking the brunt of inflation are people at the lower end of the spectrum who are struggling with tight margins and with trying to manage their budget.

As you look at the projections of trying to increase interest rates, how do you balance that and not drive these people back? There have at least been some positive shifts in the job market since the recovery, which have brought people into higher wages and some better jobs. How do we ensure that we don't undo some of the positiveness that has come out of the pandemic with the economy going forward?

**Mr. Macklem:** A couple of points there. First of all, what we know from history is that if we don't control inflation — if inflation expectations get unmoored — the most vulnerable members of our society are going to suffer the most in terms of higher cost of living. The other thing we know, though, is that nothing in the economy works very well — labour markets don't work well — when inflation is high and variable.

Getting inflation back to target and keeping inflation expectations well anchored is job one.

As I mentioned earlier, the economy is overheating. We need to cool growth in spending to cool inflation, but we don't want to overcool the economy. What we want to do is get that soft landing because, actually, getting that soft landing is also what's going to get inflation sustainably back to target. If we overcool the economy, inflation will be at risk of going below the target, and we won't achieve our goal.

The other thing I'd highlight is that — and I said some of this earlier, so I'll be briefer — we have a situation now where, in the labour market, there is an unusually high number of job vacancies. I won't pretend this isn't delicate. Our macro tools are very macro, but if we can slow demand spending, we can reduce those vacancies to more normal levels without actually putting people out of work. You're right. There were a huge number of people out of work. People are back at work. They're earning better wages.

What we want to do is take out the excess demand in the economy, and that's what will get us the soft landing and get inflation sustainably back to target.

It is going to be delicate. There are risks on both sides, and we'll be watching this carefully as we move forward.

témoins. Vous en avez parlé un peu dans le passé. De toute évidence, ce sont les gens au bas de l'échelle qui font les frais de l'inflation et qui doivent composer avec des marges serrées et essayer de gérer leur budget.

Lorsque vous examinez les projections en ce qui a trait à l'augmentation des taux d'intérêt, comment faites-vous pour équilibrer cela et ne pas nuire à ces gens? On a au moins assisté à des changements positifs sur le marché du travail depuis la reprise, ce qui a permis aux gens d'obtenir des salaires plus élevés et de meilleurs emplois. Comment pouvons-nous nous assurer de ne pas annuler une partie des éléments positifs qui sont ressortis de la pandémie en ce qui concerne l'économie à l'avenir?

**M. Macklem :** Il y a deux ou trois éléments ici. Tout d'abord, l'histoire nous a enseigné que si nous ne contrôlons pas l'inflation — si les attentes au chapitre de l'inflation ne sont pas bien ancrées —, ce sont les membres les plus vulnérables de notre société qui vont en souffrir le plus en termes de coût de la vie plus élevé. L'autre chose que nous savons, cependant, c'est que rien dans l'économie ne fonctionne très bien — y compris les marchés du travail — lorsque l'inflation est élevée et variable.

Ramener l'inflation à la cible et maintenir les attentes bien ancrées à la cible sont les premières choses à faire.

Comme je l'ai mentionné plus tôt, l'économie surchauffe. Nous devons ralentir la croissance des dépenses pour freiner l'inflation, mais nous ne voulons pas trop refroidir l'économie. Ce que nous voulons, c'est un atterrissage en douceur parce que, en fait, c'est aussi ce qui ramènera l'inflation à la cible de façon durable. Si nous refroidissons trop l'économie, l'inflation risque d'être inférieure à la cible, et nous n'atteindrons pas notre objectif.

L'autre chose que j'aimerais souligner — et je l'ai dit en partie plus tôt, alors je serai plus bref —, c'est que nous avons maintenant un nombre anormalement élevé de postes vacants sur le marché du travail. Je ne prétendrai pas que la situation n'est pas délicate. Les outils macroéconomiques fonctionnent beaucoup à ce niveau, mais si nous pouvons ralentir les dépenses liées à la demande, nous pouvons ramener le nombre de ces postes vacants à des niveaux plus normaux, sans mettre les gens au chômage. Vous avez raison. Le nombre de chômeurs était très élevé. Les gens sont de retour au travail. Ils gagnent de meilleurs salaires.

Ce que nous voulons faire, c'est éliminer la demande excédentaire dans l'économie, et c'est ce qui nous permettra d'atterrir en douceur et de ramener l'inflation à la cible de façon durable.

Ce sera délicat. Il y a des risques de part et d'autre, et nous suivrons la situation de près.

**Senator Loffreda:** My question is on productivity growth, innovation and the link to labour. The government did acknowledge in its budget earlier this month that the Achilles heel of the Canadian economy is productivity and innovation. We all know that inflation is driven by expectations, and we discussed that we'll eventually see inflationary pressures on the labour market. But historically, if we look at the return on capital and the return on labour, the return on labour has not kept pace.

This is where I'm going: Do you think there is a correlation between the lack of productivity, innovation and growth in Canada and the economical labour that has historically been available in Canada? In other words, do you think Canadian businesses and firms aren't innovating or keeping pace with other nations because of the economic level of wages? Would an inflationary impact on wages help accelerate innovation and productivity? Obviously, we don't want inflation, but do you feel that if we see some inflation on the wages, it will help our productivity and innovation?

I'm just trying to take a look at it from a positive angle and what positive effects we can come up with, with some inflationary pressure on wages.

**Mr. Macklem:** You raise an interesting point. As you've indicated, Canada has historically grown more by population growth than, in particular, growth in the labour force and less by productivity growth. For example, you can compare us to the United States, which has had systematically higher productivity growth.

I would agree with you that, going forward, we're not getting as much growth from labour force growth. Our society is aging, fertility rates are lower and the Baby Boomers are retiring. For all those reasons, the growth of the labour force is going to be lower going forward than it was in the past. Immigration, which is coming back up, will offset some of that, but it won't entirely offset it. So if we want to sustain the kind of growth rates we've historically had, we're going to have to rely more on increasing output per worker because we're not going to be able to increase the number of workers as much. That doesn't mean there isn't some potential to grow the labour force. There is. I mentioned immigration. The participation rate of women has come up a lot. I think there is some more potential for it to go up even further, if you compare us to some. On that front, we're well ahead of the United States, but there are countries that have even higher female participation than us. There are also certain parts of the labour force for certain communities where we could see bigger participation.

**Le sénateur Loffreda :** Ma question porte sur la croissance de la productivité, l'innovation et le lien avec la main-d'œuvre. Dans le budget qu'il a présenté plus tôt ce mois-ci, le gouvernement a reconnu que la productivité et l'innovation constituent le talon d'Achille de l'économie canadienne. Nous savons tous que l'inflation est dictée par les attentes, et nous avons discuté du fait que nous verrons éventuellement des pressions inflationnistes sur le marché du travail. Mais historiquement, si nous regardons le rendement du capital et le rendement de la main-d'œuvre, nous constatons que ce dernier n'a pas suivi le rythme.

À votre avis, y a-t-il une corrélation entre le manque de productivité, d'innovation et de croissance et la main-d'œuvre économique qui est disponible depuis toujours au Canada? Autrement dit, pensez-vous que les entreprises canadiennes n'innovent pas ou ne suivent pas le rythme des autres pays en raison du niveau économique des salaires? Une incidence inflationniste sur les salaires aiderait-elle à accélérer l'innovation et la productivité? De toute évidence, nous ne voulons pas d'inflation, mais pensez-vous que si nous voyons une certaine inflation des salaires, cela favorisera notre productivité et notre innovation?

J'essaie simplement de voir les choses d'un point de vue positif et les effets positifs que nous pouvons tirer des pressions inflationnistes sur les salaires.

**M. Macklem :** Vous soulevez un point intéressant. Comme vous l'avez indiqué, le Canada a toujours connu une croissance démographique supérieure à la croissance de la population active et inférieure à la croissance de la productivité. Par exemple, nous pouvons nous comparer aux États-Unis, où la croissance de la productivité est systématiquement plus élevée.

Je conviens avec vous qu'à l'avenir, la croissance de la population active ne sera pas aussi forte. Notre société vieillit, les taux de fécondité sont plus bas et les baby-boomers prennent leur retraite. Ce sont toutes des raisons qui font que la croissance de la population active sera plus faible que par le passé. L'immigration, qui remonte, compensera en partie, mais pas entièrement. Donc, si nous voulons maintenir le genre de taux de croissance que nous avons toujours eu, nous allons devoir compter davantage sur l'augmentation de la production par travailleur, parce que nous ne serons pas en mesure d'augmenter autant le nombre de travailleurs. Cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas de possibilité d'accroître la main-d'œuvre. Il y en a. J'ai mentionné l'immigration. Le taux d'activité des femmes a beaucoup augmenté, et je pense qu'il a un potentiel encore plus grand d'augmentation, en comparaison avec d'autres. À cet égard, nous sommes bien en avance sur les États-Unis, mais il y a des pays où le taux d'activité des femmes est encore plus élevé que le nôtre. Il y a également certaines parties de la main-d'œuvre où le taux d'activité de certaines communautés pourrait augmenter.

There is some potential there, but the reality is that we're going to have to rely more on productivity growth going forward. To some extent, that will rely importantly on business investment. If workers have better tools to work with — better equipment, better computers, better technology — their output per worker is stronger, and if labour markets are tighter, you would expect the relative cost of labour to be higher. That's one of the market mechanisms that would encourage that shift towards more investment.

That is certainly something we would hope to see.

**Senator Woo:** I'm sure you're following the debates about differential inflationary dynamics in different parts of the world, particularly comparing the EU with North America — the U.S. especially. Do you have a view as to whether the inflationary experience is different in different regions of the world, particularly if Canada has a different kind of experience from the U.S. and the EU? If so, does it matter?

**Mr. Macklem:** I have two points. Inflation in all our countries is too high. The only exception is Japan, which continues to have very low inflation.

The average in the EU is a seven handle; in the U.S., it's higher. In Canada, it's high six. So we're all well above our inflation targets. I think the reason for that is pretty obvious. The main things driving inflation are global, and they're affecting all of us.

The other side of it, though, is we are in different stages of our recovery.

In North America, Canada and the U.S., our economies are more than fully recovered from the pandemic. We've moved into excess demand. In the United States and Canada, you are seeing interest rates moving up. You're seeing both central banks signalling that people should expect further increases.

In Europe, I think the recovery is not as far along. So while they're certainly facing higher global inflation — they have high inflation like we do reflecting these global forces — the underlying fundamental domestic sources of inflation are probably not as big as they are in North America.

I think the central banks are all moving in the same direction, but they're moving at different speeds, reflecting their domestic circumstances. That's how the international monetary system is supposed to work. You've got flexible exchange rates. You've got central banks that are reacting to the conditions in their countries. The flexibility in the system allows different countries to focus on their domestic situations.

Il y a là un certain potentiel, mais la réalité, c'est que nous devons compter davantage sur la croissance de la productivité à l'avenir. Dans une certaine mesure, cela dépendra beaucoup des investissements des entreprises. Lorsque les travailleurs disposent de meilleurs outils de travail — meilleur équipement, meilleurs ordinateurs, meilleure technologie —, leur production par travailleur est plus forte, et si les marchés du travail sont plus serrés, on peut s'attendre à ce que le coût relatif de la main-d'œuvre soit plus élevé. C'est l'un des mécanismes du marché qui encouragerait ce virage vers plus d'investissements.

C'est certainement quelque chose que nous aimerions voir.

**Le sénateur Woo :** Je suis certain que vous suivez les débats sur la dynamique inflationniste dans différentes parties du monde, en particulier la comparaison de l'Union européenne avec l'Amérique du Nord — les États-Unis en particulier. Avez-vous une idée de la situation inflationniste dans différentes régions du monde, surtout si le Canada a une expérience différente de celle des États-Unis et de l'Union européenne? Si oui, cela fait-il une différence?

**M. Macklem :** J'ai deux choses à dire. L'inflation est trop élevée dans tous les pays. La seule exception est le Japon, où l'inflation demeure très faible.

La moyenne dans l'Union européenne est de sept; aux États-Unis, elle est plus élevée. Au Canada, elle est de six. Nous sommes donc tous bien au-dessus de nos cibles d'inflation. Je pense que la raison en est assez évidente. Les principaux facteurs de l'inflation sont mondiaux, et ils nous touchent tous.

Par ailleurs, nous en sommes à différentes étapes de notre reprise.

En Amérique du Nord, au Canada et aux États-Unis, nos économies se sont plus que complètement remises de la pandémie. Nous sommes passés à une demande excédentaire. Aux États-Unis et au Canada, les taux d'intérêt augmentent. Les deux banques centrales indiquent que les gens devraient s'attendre à d'autres augmentations.

En Europe, je pense que la reprise n'est pas aussi avancée. Par conséquent, bien qu'ils soient confrontés à une inflation mondiale plus élevée — ils ont une inflation élevée, comme nous, en raison de ces forces mondiales —, les sources fondamentales sous-jacentes de l'inflation intérieure ne sont probablement pas aussi importantes qu'en Amérique du Nord.

Je pense que les banques centrales vont toutes dans la même direction, mais à des vitesses différentes, ce qui rend compte de leur situation propre. C'est ainsi que le système monétaire international est censé fonctionner. Vous avez des taux de change flexibles. Il y a des banques centrales qui réagissent à la conjoncture dans leur pays. La souplesse du système permet aux différents pays de se concentrer sur la situation qui prévaut chez eux.

**The Chair:** A point of follow-up, governor, on the question from Senator Bellemare on cryptocurrency. We've taken a fair amount of testimony on this topic over the last few months.

Do you think that, basically, we don't have a regulatory structure in place, and that is something the bank should have been leading on, not following on? What do you say about the timing of that, whether the barn door has, in fact, closed and that the private sector engaged in cryptocurrency is actually setting its own regulatory framework?

**Mr. Macklem:** Yes. New digitalized forms of money, digital assets, what's sometimes called — a bit of a misnomer — decentralized finance, much of this is unregulated. This does pose some risk.

A secure financial system is a cornerstone of the Canadian economy. It's a big competitive advantage for Canada. We do need to ensure that new types of services are secure, properly regulated and that financial stability considerations are being properly reflected.

We are pleased to see in the last budget the Government of Canada indicated a legislative review on digital monies and assets, and I think it will be important for that to proceed.

**The Chair:** Do you see a greater role for the Bank of Canada on that issue?

**Mr. Macklem:** The two roles, one for the Bank of Canada that is already defined is we were given a new responsibility to oversee retail payment systems. Most of Canadians' payments are made in some sort of electronic format.

This regime will provide, I would say, a kind of a basic level of oversight on retail payments systems, which will include electronic. When I say "basic," it's a registration regime. They will need to register with the Bank of Canada. We will be ensuring that the funds they have are in something safe so when Canadians need the money, it's actually there. We will be assessing that they have appropriate operational risk management so there isn't a breakdown.

The other issue we've already talked about is the potential for the Bank of Canada to introduce a central bank digital currency. As we've already indicated, we're working on that.

There are other issues. For example, stablecoins are largely unregulated and they have some other features. They could be susceptible to runs, for example. If the assets that back them in a stress period may not be as stable as they aspire to be, in which case you could have a run.

**La présidente :** Monsieur le gouverneur, j'aimerais revenir à la question de la sénatrice Bellemare sur la cryptomonnaie. Nous avons entendu pas mal de témoignages à ce sujet au cours des derniers mois.

Pensez-vous que, essentiellement, nous n'avons pas de structure réglementaire en place, et que c'est une chose au sujet de laquelle la banque aurait dû prendre l'initiative, et non pas suivre le mouvement? Que pensez-vous du moment où cela s'est produit, et croyez-vous que la porte est effectivement fermée et que le secteur privé qui s'occupe de cryptomonnaie établit son propre cadre de réglementation?

**M. Macklem :** Oui. Les nouvelles formes de monnaie numérique, les actifs numériques, ce qu'on appelle parfois — un peu à tort — la finance décentralisée, sont en grande partie non réglementées. Cela pose un certain risque.

Un système financier sûr est la pierre angulaire de l'économie canadienne, et il représente un grand avantage concurrentiel pour le Canada. Nous devons nous assurer que les nouveaux types de services sont sûrs et bien réglementés, et que les considérations relatives à la stabilité financière sont prises en compte.

Nous sommes heureux de voir que, dans le dernier budget, le gouvernement du Canada a annoncé un examen législatif des fonds et des actifs numériques, et je pense qu'il sera important que cela se fasse.

**La présidente :** Voyez-vous un rôle plus important pour la Banque du Canada à cet égard?

**M. Macklem :** Il y a deux rôles, dont l'un qui est déjà défini pour la Banque du Canada, à savoir la nouvelle responsabilité de surveillance des systèmes de paiement de détail. La plupart des paiements des Canadiens se font sous forme électronique.

Selon moi, ce régime fournira une sorte de niveau de surveillance de base des systèmes de paiement de détail, y compris sous forme électronique. Quand je dis « de base », je veux dire un régime d'inscription. Ils devront s'inscrire auprès de la Banque du Canada. Nous veillerons à ce que les fonds dont ils disposent soient placés dans un endroit sûr, de sorte que lorsque les Canadiens en auront besoin, ils seront là. Nous évaluerons si une gestion appropriée du risque opérationnel est assurée, afin qu'il n'y ait pas de rupture.

L'autre question dont nous avons déjà parlé, c'est la possibilité que la Banque du Canada adopte une monnaie numérique. Comme nous l'avons déjà dit, nous y travaillons.

Il y a d'autres questions. Par exemple, la cryptomonnaie stable est en grande partie non réglementée et comporte d'autres caractéristiques. Par exemple, elle pourrait être dévaluée. Si les actifs qui la soutiennent pendant une période de stress n'étaient pas aussi stables que souhaité, il pourrait y avoir une dévaluation.

Those are the sorts of things that this legislative review needs to address.

**The Chair:** Before we wrap this up, we have a question from Senator Deacon followed by a question from Senator Gignac.

**Senator C. Deacon:** Thank you, governor and senior deputy governor.

On the Retail Payment Activities Act, the consultation process that the bank is running gets very positive reviews from those who are involved. It is great to see how consultative it is and how risk is being assessed relative to sizes of organizations and other factors. A tremendous job all the way around.

I want to build on Senator Woo's question a little bit as it relates to the international nature of the inflationary risks and effects that we're seeing.

How do you coordinate with other central banks to assess the factors, the smoke signals they're seeing that are causing them to act and the fact that your responses — if not coordinated, at least to some degree — could have a significant effect on exchange rates, which themselves then could be causing inflation in one economy or another, or certainly effects in one economy or another?

What is the level of coordination that you see, or at least information sharing, so there's more informed action globally?

**Mr. Macklem:** Let me first thank you for your comments on the Retail Payment Activities Act. We are very deliberately doing our very best to listen to Canadians. I'm happy to see that the engagement is appreciated. Certainly, I can tell you we find it very helpful as key input into the decisions we need to take. I will definitely take that back to the team.

With respect to the international community, there are a whole series of forums. I was in Washington most of last week when we had G7, G20 and International Monetary Fund meetings.

For the central bank community, what I would particularly highlight is the Bank for International Settlements — which is the central bank for central banks — has an operational dimension. But mostly it is a meeting place. In the last two years, we've been meeting virtually. We're now restarting in-person meetings. But it is a meeting place for governors to get together and actually share their perspectives and discuss the issues.

Voilà le genre de choses que cet examen législatif doit régler.

**La présidente :** Avant de conclure, nous avons une question du sénateur Deacon, suivie d'une question du sénateur Gignac.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci, monsieur le gouverneur et madame la première sous-gouverneure.

En ce qui concerne la Loi sur les activités associées aux paiements de détail, le processus de consultation que mène la banque reçoit des commentaires très positifs de la part des intervenants concernés. C'est formidable de voir le niveau de consultation et à quel point les risques sont évalués en fonction de la taille des organisations et d'autres facteurs. Le travail qui se fait est extraordinaire.

J'aimerais revenir un peu sur la question du sénateur Woo en ce qui concerne la nature internationale des risques et des effets inflationnistes que nous observons.

Comment vous coordonnez-vous avec les autres banques centrales pour évaluer les facteurs, les signaux qu'elles voient et qui les amènent à agir et le fait que vos réponses — si elles ne sont pas coordonnées, du moins dans une certaine mesure — pourraient avoir un effet important sur les taux de change, ces derniers étant alors susceptible d'être à l'origine de l'inflation dans une économie ou une autre, ou certainement d'effets dans une économie ou une autre?

Quel est le niveau de coordination que vous voyez, ou du moins de partage de l'information, pour que des mesures plus éclairées soient prises à l'échelle mondiale?

**M. Macklem :** Permettez-moi d'abord de vous remercier de vos commentaires sur la Loi sur les activités associées aux paiements de détail. Nous faisons de notre mieux pour être à l'écoute des Canadiens. Je suis heureux de voir que cet engagement est apprécié. Je peux certainement vous dire que cela a une incidence clé sur les décisions que nous devons prendre. Je vais certainement en faire part à l'équipe.

En ce qui concerne la communauté internationale, il y a toute une série de tribunes. J'étais à Washington pendant la majeure partie de la semaine dernière, pour les réunions du G7, du G20 et du Fonds monétaire international.

Pour ce qui est de la communauté des banques centrales, je tiens à souligner que la Banque des règlements internationaux — qui est la banque centrale des banques centrales — comporte une dimension opérationnelle. Mais c'est surtout un lieu de rencontre. Au cours des deux dernières années, nous nous sommes réunis virtuellement. Nous reprenons maintenant les réunions en personne. Mais c'est un lieu de rencontre qui permet aux gouverneurs de se réunir pour échanger leurs points de vue et discuter des enjeux.

There are a few dimensions that are hugely valuable. One is, in a globalized world — particularly, for example, right now — we have supply chain disruptions. Those are happening mostly outside of Canada's borders, although we're not entirely immune.

Talking to the governors of other central banks, getting a better understanding on the ground of what is happening in their economies is extremely valuable to us. But it's also helpful to put our heads together and talk through how we see the issues and risks, what we are each thinking about in terms of our responses.

I will say that parts of the international architecture are having some difficulty given that Russia, which is part of the G20, is part of these. It's very hard to have a G20 discussion when the biggest economic event is the war and the country that is invading — unprovoked, unjustified — is at the table.

Fortunately, at the G7, we don't have that problem. At the Bank for International Settlements, the Russians are not coming and they're not getting any of the materials, so we are able to have these very valuable discussions.

**Senator Gignac:** You mentioned a couple of times this evening that the economy is overheating and that interest rates at 1% are too low. You are independent, and you have my support to do the best that you can.

Having said that, the neutral rate range between 2% and 3% is far from static. You have already revised it upward by 25 basis points. Is there a risk that two or three years from now we realize that the neutral rate range could be between 3% and 4%? What determinants would we have to follow to see that?

**Mr. Macklem:** We don't observe the neutral rate directly. We have to estimate it. As you indicated, we actually revised down our estimate of the neutral rate as we went into the pandemic and you can see it in our projections. We thought the recovery would take longer. We thought there would be more scarring. We thought that would reduce the neutral rate. In the event, we've had a rapid recovery and we don't think there's been nearly as much scarring, so we put our estimate of the neutral rate back to where we had it before the pandemic.

Going forward, the neutral rate could move higher. We can get into a big debate of the various factors at play. But there are two things.

One is if it moves, I think it will move reasonably gradually. I don't think it's going to just jump. The second and more important point is we have an inflation target. We don't have an interest rate target. We don't target the neutral rate. We target the

Il y a des aspects de notre travail qui sont extrêmement utiles. Premièrement, dans un contexte de mondialisation — surtout en ce moment —, nous avons des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. Cela se produit surtout à l'extérieur des frontières du Canada, mais nous ne sommes pas entièrement à l'abri.

Pour nous, il est extrêmement important de discuter avec les gouverneurs des autres banques centrales pour mieux comprendre ce qui se passe sur le terrain, dans leurs économies. Mais il est également utile de nous réunir et de discuter de la façon dont nous voyons les enjeux et les risques, de la façon dont nous envisageons nos réponses.

Je dirais que certains éléments de l'architecture internationale sont compromis, étant donné que la Russie fait partie du G20. Il est très difficile d'avoir une discussion au G20 lorsque le plus grand événement économique de l'heure est la guerre, et que le pays envahisseur — qui agit sans provocation ni justification — est à la table.

Heureusement, au G7, nous n'avons pas ce problème. Les Russes ne font pas partie de la Banque des règlements internationaux et n'ont pas accès aux documents, alors nous sommes en mesure d'avoir ces discussions très utiles.

**Le sénateur Gignac :** Vous avez mentionné à quelques reprises ce soir que l'économie surchauffe et que les taux d'intérêt sont trop bas à 1 %. Vous êtes indépendants, mais vous avez mon appui pour faire ce qui est le mieux.

Cela dit, le taux neutre, qui se situe entre 2 et 3 %, est loin d'être statique. Vous l'avez déjà révisé à la hausse de 25 points de base. Y a-t-il un risque que, dans deux ou trois ans, nous nous rendions compte que le taux neutre pourrait se situer entre 3 et 4 %? De quels déterminants devrions-nous tenir compte pour voir cela?

**M. Macklem :** Nous n'observons pas directement le taux neutre. Nous devons faire une estimation. Comme vous l'avez indiqué, nous avons en fait révisé à la baisse notre estimation du taux neutre au début de la pandémie, et vous pouvez le voir dans nos projections. Nous pensions que la reprise prendrait plus de temps. Nous pensions qu'il y aurait plus de cicatrices. Nous pensions que cela réduirait le taux neutre. En l'occurrence, nous avons connu une reprise rapide et nous croyons qu'il n'y a pas eu tant de cicatrices, alors nous avons ramené le taux neutre à ce qu'il était avant la pandémie.

À l'avenir, le taux neutre pourrait augmenter. Nous pouvons nous lancer dans un grand débat sur les divers facteurs en jeu. Mais il y a deux choses.

La première, c'est que s'il augmente, je pense qu'il le fera assez graduellement. Je ne pense pas qu'il y aura un bond. Le deuxième point, qui est plus important, c'est que nous avons une cible d'inflation. Nous n'avons pas de taux d'intérêt cible. Nous

rate of inflation. If the neutral rate turns out to be higher, we will see that we need to raise rates more to get inflation back to target. We'll be adjusting at each step going forward.

**The Chair:** That sounds like the topic for our next gathering.

Thank you for that. Really appreciate your time tonight, both to Tiff Macklem, the Governor of the Bank of Canada and the Senior Deputy Governor, Carolyn Rogers. We really appreciate you taking this much time. The issues are complicated, you've shed light and we are very appreciative. Thank you.

**Mr. Macklem:** Thank you. This is an important element of our accountability and our reporting to Canadians. So I appreciate all your very good questions.

**The Chair:** Governor Macklem, thank you again.

Ladies and gentlemen, we are going into an in camera session. For members of the committee, just let me ask this question quickly: Is it agreed that each committee member be allowed to have one staff member present during the in camera portion of the meeting?

**Hon. Senators:** Agreed.

**The Chair:** Agreed. Thank you. That is carried.

(The committee adjourned.)

ne ciblons pas le taux neutre. Nous ciblons le taux d'inflation. Si le taux neutre s'avère plus élevé, nous constaterons qu'il faut augmenter les taux pour ramener l'inflation à la cible. Nous nous ajusterons à chaque étape à l'avenir.

**La présidente :** Cela pourrait faire un bon sujet pour notre prochaine réunion.

Merci. Nous vous remercions du temps que vous nous avez accordé ce soir. Monsieur Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, et madame Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, nous vous sommes vraiment reconnaissants de nous avoir consacré autant de temps. Les enjeux sont complexes, mais vous nous avez éclairés et nous l'apprécions énormément. Merci.

**M. Macklem :** Merci. C'est un élément important de notre reddition de comptes aux Canadiens. Je vous remercie donc de vos excellentes questions.

**La présidente :** Monsieur le gouverneur Macklem, merci encore.

Mesdames et messieurs, nous allons poursuivre la séance à huis clos. Pour la gouverne des membres du comité, permettez-moi de poser rapidement la question suivante : êtes-vous d'accord pour que chaque membre du comité soit accompagné d'un membre de son personnel pendant la partie à huis clos de la réunion?

**Des voix :** D'accord.

**La présidente :** D'accord. Merci. La motion est adoptée.

(La séance est levée.)

---