

**EVIDENCE**

OTTAWA, Thursday, October 20, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 11:30 a.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:** Hello, honourable senators and everyone. My name is Pamela Wallin, and I am the chair of this committee.

I will introduce members of the committee today beginning with the deputy chair, Senator Deacon, Nova Scotia; Senator Bellemare; Senator Gignac; Senator Loffreda; Senator Marshall; Senator Massicotte; Senator Smith; Senator Woo; Senator Yussuff. Joining us today, also, is Senator Mockler. Welcome.

We will continue our discussions on the state of the Canadian economy and inflation. We have the pleasure of welcoming Mr. Mark Carney, Vice Chair of Brookfield Asset Management Inc. and Head of Transition Investing. Most everyone in the country knows him as the former governor of the Bank of Canada and then former governor of the Bank of England.

Welcome and thank you for joining us today, Mr. Carney.

[*Translation*]

**Mark Carney, Vice Chair of Brookfield Asset Management Inc. and Head of Transition Investing, as an individual:** Thank you, Madam Chair and senators.

I have been testifying in the Senate for a decade. It is a great honour for me to be here. Now I am not a governor. I'm a private citizen.

[*English*]

I hope I can provide some perspective to your deliberations. In the brief period provided to me, I thought I would provide — in part because they're topical but also they're relevant — a few observations and some lessons from the situation in the United Kingdom and how it might relate to our situation.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le jeudi 20 octobre 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 11 h 30 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier toute question concernant les banques et le commerce en général, tel que précisé à l'article 12-7(8) du Règlement.

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

[*Traduction*]

**La présidente :** Bonjour, honorables sénateurs, bonjour tout le monde. Je m'appelle Pamela Wallin et je suis la présidente de ce comité.

Je vais présenter les membres du comité, en commençant par le vice-président, le sénateur Deacon, de la Nouvelle-Écosse. Je vous présente également la sénatrice Bellemare, le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Massicotte, le sénateur Smith, le sénateur Woo et le sénateur Yussuff. De plus, le sénateur Mockler se joint à nous aujourd'hui. Bienvenue.

Nous allons poursuivre nos discussions sur l'état de l'économie canadienne et l'inflation. Nous avons le plaisir d'accueillir M. Mark Carney, vice-président du conseil et chef des investissements ESG et dans les fonds à impact. La plupart des gens au pays le connaissent comme l'ancien gouverneur de la Banque du Canada, puis comme l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre.

Bienvenue. Merci d'être avec nous aujourd'hui, monsieur Carney.

[*Français*]

**Mark Carney, vice-président du conseil et chef des investissements ESG et dans les fonds à impact, à titre personnel :** Merci, madame la présidente et chers sénateurs.

Il y a une décennie que j'ai témoigné au Sénat. C'est un grand honneur pour moi d'être ici. Maintenant, je ne suis plus gouverneur. Je suis un simple citoyen.

[*Traduction*]

J'espère pouvoir vous donner une certaine perspective sur le sujet que le comité est en train d'étudier. Pendant la brève période qui m'est accordée, j'ai pensé — en partie parce que la question est d'actualité, mais aussi parce que c'est pertinent — faire quelques observations sur la situation au Royaume-Uni et parler de certaines leçons à en tirer et de la façon dont elles pourraient s'appliquer à notre situation.

We all know that the reaction to the U.K. budget was sharp. It occurred in an environment of high and volatile inflation and sharp repricing of risk globally. I think one of the lessons is that sound money and credible fiscal policies will be rewarded but mistakes will be punished, and no one is really going to be exempt.

The second point is that the U.K. experience underscores that it's counterproductive for fiscal and monetary policies to work at cross purposes. Colloquially, if one foot is on the brake with monetary policy, it's foolish for the other to stomp on the gas. While governments may provide targeted aid to the Canadian households that are most affected by inflation, this is a time to reduce deficits, in my opinion, not increase them.

Third, one of the lessons in the U.K. is the importance of institutions. The government initially refused to use its independent parliamentary watchdog to produce a forecast. There were clear intentions with the civil service and the central bank. In Canada we have very strong institutions. The Parliamentary Budget Officer can regularly assess the sustainability of our finances — that's critical — and we have a highly competent and strong central bank that, of course, must be held to account, including by this committee, but also have the independence to conduct monetary policy in difficult times as well as good.

My fourth point is that the experience in the U.K. underscores that in an environment of tightening monetary policy, there will be rising tensions between various macroeconomic objectives. In the U.K., it wasn't just fiscal policy and monetary policy that were at cross purposes but tensions between financial stability and price stability, which saw the Bank of England both selling government bonds and buying them. We'll see some tensions between price stability and currency integrity in Europe, tensions in emerging markets between price stability and growth, and between internal and external balance in Japan.

Finally, I would suggest that the U.K. budget failed, in part, because it missed the imperative of inclusive growth. Most of the tax cuts proposed would benefit the wealthiest, and inequality was set to increase with expected future cuts in benefits. Canadians know that our focus must be a better Canada for all. With trade agreements with the G7 and much of Asia, we're well positioned to bring global manufacturing and high-paying jobs to Canada, even in this difficult environment. But for that, we need co-operative economic policy, including between the federal and provincial governments to build a clean electricity grid. We need tax reforms to encourage skills development and business investment and bold new approaches to mid-career skills development and training.

Nous savons tous que la réaction au budget du Royaume-Uni a été vive. C'est arrivé dans un contexte d'inflation élevée et volatile et de réévaluation marquée du risque à l'échelle mondiale. Je pense que l'une des leçons à tirer, c'est qu'une politique monétaire judicieuse et une politique budgétaire crédible seront récompensées, mais que les erreurs seront punies et que personne ne sera vraiment épargné.

Ensuite, l'expérience du Royaume-Uni nous montre qu'il est contre-productif d'avoir des politiques budgétaire et monétaire qui se contredisent. En langage familier, si l'on met un pied sur le frein dans le cadre de la politique monétaire, il est insensé d'appuyer l'autre pied sur l'accélérateur. Bien que les gouvernements puissent fournir une aide ciblée aux ménages canadiens les plus touchés par l'inflation, le moment est venu de réduire les déficits, à mon avis, et non de les augmenter.

Par ailleurs, l'une des leçons à tirer de l'expérience du Royaume-Uni, c'est que les institutions sont importantes. Le gouvernement a d'abord refusé de recourir à son chien de garde indépendant du Parlement pour produire une prévision. Il y avait des intentions claires concernant la fonction publique et la banque centrale. Au Canada, nous avons des institutions très solides. Le directeur parlementaire du budget peut évaluer régulièrement la viabilité de nos finances — c'est essentiel — et nous avons une banque centrale très compétente qui, bien sûr, doit rendre des comptes, y compris à ce comité, mais qui a aussi l'indépendance voulue pour conduire la politique monétaire dans les périodes difficiles comme dans les périodes fastes.

En outre, l'expérience du Royaume-Uni montre que, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire, les tensions entre divers objectifs macroéconomiques s'accroissent. Au Royaume-Uni, ce n'est pas seulement que la politique budgétaire et la politique monétaire se contredisaient. Il y avait aussi des tensions entre la stabilité financière et la stabilité des prix, ce qui a amené la Banque d'Angleterre à vendre des obligations d'État et à en acheter. Nous verrons des tensions entre la stabilité des prix et l'intégrité de la monnaie en Europe, des tensions sur les marchés émergents entre la stabilité des prix et la croissance, et entre l'équilibre interne et externe au Japon.

Enfin, je dirais que si le budget du Royaume-Uni a été un échec, c'est en partie parce qu'on n'a pas tenu compte de l'importance de la croissance inclusive. La plupart des réductions d'impôt proposées allaient profiter aux plus riches, et les inégalités allaient s'accroître avec les réductions prévues des prestations. Les Canadiens savent que notre objectif doit être de bâtir un meilleur Canada pour tous. Grâce à nos accords commerciaux avec les membres du G7 et une grande partie des pays de l'Asie, nous sommes bien placés pour attirer au Canada la fabrication mondiale et des emplois bien rémunérés, même dans ce contexte difficile. Or, pour cela, nous avons besoin d'une politique économique fondée sur la collaboration, notamment entre les gouvernements fédéral et provinciaux pour construire

The British experience, in closing, shows that institutions matter, partial solutions fail and solidarity is essential. So by working together and by building, Canadians can turn the current anxiety into prosperity for all. With that, Madam Chair, I hand it back to you.

**The Chair:** Thank you very much. I want to follow up on that quickly because you're saying no country needs fiscal and monetary policies working at cross purposes. Where do you think we are at this point? How do you interpret the most recent comments from the Finance Minister?

**Mr. Carney:** I'm not sure I've tracked — and I should say as well that while I can provide general perspectives on these issues, I'm not following every word, every data point. I hope you forgive me for that, but it reflects my current role.

We had quite a considerable fiscal support package that was necessary during the depths of COVID. With the 20/20 hindsight, and hindsight is always 20/20, that support package went on a little longer than was strictly required. Of course, during a time of uncertainty, that added to inflationary pressures. There was a period of time where fiscal policy was reinforcing some of the challenges that the Bank of Canada began to see.

What has happened since, as you're aware, is the bank has been moving smartly and aggressively to tighten interest rates, and fiscal policy has been consolidated. In other words, the deficit has been coming in.

I may not have seen the specific comments you referenced, but I think that the general posture of the Deputy Prime Minister and the Finance Minister and the government is to focus on temporary and targeted relief to those Canadians most affected by the higher prices and the energy crisis. As a balance that is the appropriate stance to policy, given the inflationary pressures and the need, as I said, in a more challenging environment globally. In an environment where we have left the world of low-for-long interest rates, low volatility, an environment where borrowing costs will be higher — in my judgment, not higher just in the short term but in the medium term — fiscal discipline is an imperative.

**The Chair:** Thank you very much.

un réseau électrique propre. Nous avons besoin de réformes fiscales pour favoriser le développement des compétences et l'investissement des entreprises, ainsi que de nouvelles approches audacieuses en matière de développement des compétences et de formation en milieu de carrière.

Je conclurai en disant que l'expérience britannique nous montre que les institutions comptent, que les solutions partielles échouent et que la solidarité est essentielle. Ainsi, en travaillant ensemble, les Canadiens peuvent transformer l'anxiété actuelle en prospérité pour tous. Sur ce, je vous rends la parole, madame la présidente.

**La présidente :** Merci beaucoup. Je voudrais revenir rapidement sur un point. Vous dites qu'aucun pays n'a besoin de politiques budgétaire et monétaire qui se contredisent. Où en sommes-nous à ce stade-ci, selon vous? Comment interprétez-vous les plus récentes déclarations de la ministre des Finances?

**M. Carney :** Je ne suis pas sûr d'avoir suivi cela — et je dois dire aussi que si je peux donner des points de vue généraux sur ces questions, je ne suis pas chaque mot, chaque point de données. J'espère que vous me pardonnerez pour cela, mais cela reflète mon rôle actuel.

Nous avons un ensemble de mesures de soutien financier assez considérable qu'il était nécessaire de prendre pendant les pires moments de la COVID. Avec le recul, et on voit toujours plus clair avec du recul, ces mesures ont duré un peu plus longtemps que ce qui était nécessaire. Bien sûr, dans une période d'incertitude, c'est venu s'ajouter aux pressions inflationnistes. Pendant un certain temps, la politique budgétaire a renforcé certaines des difficultés que la Banque du Canada commençait à voir.

Depuis, comme vous le savez, la banque a agi intelligemment et vigoureusement pour resserrer les taux d'intérêt, et la politique budgétaire a été consolidée. Autrement dit, le déficit a été réduit.

Je n'ai peut-être pas vu les déclarations dont vous parlez, mais je pense que la position générale de la vice-première ministre, de la ministre des Finances et du gouvernement est qu'il faut miser sur une aide temporaire et ciblée aux Canadiens les plus touchés par la hausse des prix et la crise énergétique. Dans l'ensemble, c'est la position qui convient, compte tenu des pressions inflationnistes et des besoins, comme je l'ai dit, dans un contexte plus difficile à l'échelle mondiale. Dans un contexte où nous avons quitté le monde des taux d'intérêt bas à long terme et de la faible volatilité, un contexte où les coûts d'emprunt seront plus élevés — pas seulement à court terme, mais à moyen terme, selon moi —, la discipline budgétaire est essentielle.

**La présidente :** Merci beaucoup.

**Senator C. Deacon:** Thank you, Mr. Carney, for being here. What a delight to have you with us today. The clarity of your comments is always greatly appreciated. I want to ask two questions related to business investment in this environment.

With increasing interest rates, how do you see them affecting new projects, green and otherwise, essential projects that are challenged because of the increased cost of capital and increasing market uncertainty? How do you see it as it relates to those larger projects?

Second, what effect do you see increasing rates having on investments, not just the green transition but more broadly across the private sector as it relates to highly productive intangible sectors of the economy?

**Mr. Carney:** Great question. Let me start with the second part of your question, Senator Deacon, which is around the intangible sector. It's not unique to Canada, but one of the challenges we have is that financing of intangibles tends to be more through equity investments as opposed to debt investments. Partly, that's a product of history and bankers being prudent and liking to have not just the prospect of future cash flows but actual property or real assets on which they can fall back in the event of a default.

But that economy is not totally in the past. In fact, we're going to see a lot of tangible investment in the new green economy, and I'll turn to that, but huge engines of growth in our economy relate to intangibles in a broad variety of sectors. That, really, to my way of thinking, goes less to issues of where we are in the macroeconomic cycle as opposed to the structure of financing markets and our financial system in Canada.

I hope you'll forgive me for drawing on some of my experience in the U.K. because it's more recent, but one of the things we began to emphasize there was what is necessary in order to have enhanced financing of intangibles? How do you use data that companies accumulate? Not just traditional financial data, but through the sociograph, through commerce platforms, et cetera. And how do we have an open-as-possible and competitive financial system in order to use those data?

Let me be a little more specific, if you'll grant me the time. There are platform companies like Shopify, Amazon and others — great successes — that collect data effectively. The question is whether they use them, and they have different policies in and around this. Shopify is very careful about it.

**Le sénateur C. Deacon :** Je vous remercie de votre présence, monsieur Carney. Quel plaisir de vous accueillir aujourd'hui. Vos observations sont toujours claires, ce qui est toujours très apprécié. J'aimerais vous poser deux questions relatives aux investissements des entreprises dans ce contexte.

À votre avis, dans quelle mesure l'augmentation des taux d'intérêt affecte-t-elle les nouveaux projets, verts et autres, les projets essentiels qui sont en difficulté en raison de l'augmentation du coût en capital et de l'incertitude croissante du marché? Comment voyez-vous les choses par rapport à ces grands projets?

Ensuite, selon vous, quel effet l'augmentation des taux a-t-il sur les investissements, pas seulement pour la transition verte, mais plus largement pour l'ensemble du secteur privé en ce qui concerne les actifs incorporels, les secteurs très productifs de l'économie?

**M. Carney :** Ce sont de très bonnes questions. Permettez-moi de commencer par la deuxième, sénateur Deacon, qui porte sur les actifs incorporels. La situation n'est pas unique au Canada, mais l'un des défis, c'est que le financement des actifs incorporels tend à se faire davantage par des investissements sous forme d'actions plutôt que sous forme d'emprunt. C'est en partie le résultat de la prudence des banquiers, qui aiment voir non seulement la perspective de flux de trésorerie futurs, mais aussi des biens ou des actifs réels sur lesquels ils peuvent s'appuyer en cas de défaut de paiement.

Or, cette économie n'appartient pas complètement au passé. En fait, nous allons voir beaucoup d'investissements corporels dans la nouvelle économie verte, et j'y reviendrai, mais les énormes moteurs de la croissance de notre économie sont liés aux actifs incorporels dans une grande variété de secteurs. À mon avis, cela tient moins à notre position dans le cycle macroéconomique qu'à la structure des marchés financiers et de notre système financier au Canada.

J'espère que vous me pardonneriez de m'appuyer sur mon expérience au Royaume-Uni, parce qu'elle est récente, mais l'une des choses sur lesquelles on a commencé à insister là-bas, c'est la question de savoir ce qui est nécessaire pour améliorer le financement des actifs incorporels. Comment utiliser les données que les entreprises accumulent? Pas seulement les données financières traditionnelles, mais aussi les données sociographiques, les données des plateformes commerciales, etc. Et comment disposer d'un système financier ouvert et compétitif afin d'utiliser ces données?

Permettez-moi d'être un peu plus précis, si vous m'en donnez le temps. Il existe des entreprises de plateforme, comme Shopify, Amazon, etc. — de grandes réussites —, qui recueillent efficacement des données. La question est de savoir si elles les utilisent, et elles ont des politiques différentes à cet égard. Shopify est très prudente à ce sujet.

That information can be used to more effectively finance companies that are early stage and heavy on intangibles. One of the key things for the system to work is to ensure that that borrower or that company, if you have the system in place, can port their own data, including not just financial but all data, over to an alternate provider. I would suggest that this is something that is under development in various economies not yet there, and it might be a priority for consideration. I think it should be a priority for Canada.

I'll try to be quicker on the green economy, although I would be happy to drill down on it.

I'd say that the most important thing to drive green investment is clarity of purpose and high credibility about the direction of climate policy, if I can put it that way. Canada has legislated a net-zero objective, has an increasing track record of a series of climate policies, including — and I would salute the ministers — the Minister of Finance and the Minister of Environment, who share various responsibilities, so I'll say the government — for initiatives such as the Carbon Contract for Differences initiative, which provides a higher degree of certainty for investors today to make the types of investments necessary for Canada to be competitive and get emissions down.

Those types of measures, again, are going to dominate shorter-term cyclical issues around the cost of capital that is obviously rising during this period of rising interest rates and slowing growth.

Last point, if I may, which is a general macroeconomic point. We are moving from one regime to another regime, not just in Canada but the world. We're moving from a low-for-long, low interest rate, low volatility, widely available capital regime, relatively generous pricing of risk — if I can put it that way — to one where we have higher interest rates, higher inflation, higher volatility and much more acute pricing of risk. It doesn't mean risk isn't priced and capital is not available, but this period is a period of moving, as I say, from one regime — to speak like an economist, one equilibrium to another. During this time, it is going to be difficult in certain periods for businesses to access capital, so it puts a primacy on these underlying structural changes, both in terms of policy, whether it's for climate and a green transition, or for financing for intangibles.

Ces renseignements peuvent être utilisés pour financer plus efficacement les entreprises qui sont en phase de démarrage et qui ont une forte composante incorporelle. L'un des éléments clés pour que le système fonctionne, c'est de s'assurer que l'emprunteur ou l'entreprise, si le système est en place, peut transférer ses propres données, y compris non seulement les données financières, mais toutes les données, vers un autre fournisseur. Je dirais que c'est quelque chose qui est en cours de développement dans diverses économies qui n'en sont pas encore là, et il pourrait s'agir d'une priorité à prendre en considération. Je pense qu'il devrait s'agir d'une priorité pour le Canada.

Je vais essayer d'être plus bref au sujet de l'économie verte, même si je serais heureux d'approfondir le sujet.

Je dirais que la chose la plus importante pour stimuler l'investissement vert, c'est que l'objectif doit être clair et l'orientation de la politique climatique doit être très crédible, si je peux m'exprimer ainsi. Le Canada a adopté une loi sur l'objectif de carboneutralité, il a un historique croissant d'une série de politiques climatiques, y compris — et je voudrais saluer les ministres, soit la ministre des Finances et le ministre de l'Environnement, qui se partagent diverses responsabilités, et donc je dirai le gouvernement — des initiatives telles que celle des contrats relatifs au carbone fondés sur les différences, qui offre un degré de certitude plus élevé aux investisseurs pour faire les investissements nécessaires de sorte que le Canada soit compétitif et réduise les émissions.

Ces types de mesures, encore une fois, vont s'imposer par rapport aux questions cycliques à plus court terme concernant le coût du capital qui augmente, évidemment, en cette période caractérisée par la hausse des taux d'intérêt et le ralentissement de la croissance.

J'ai un dernier point à soulever, si vous me le permettez, qui est un point général sur la macroéconomie. Nous passons d'un régime à un autre, non seulement au Canada, mais dans le monde entier. Nous passons d'un régime dans lequel, depuis longtemps, les taux d'intérêt étaient bas, la volatilité était faible, les capitaux étaient largement disponibles et l'évaluation du risque était relativement généreuse — si je peux m'exprimer ainsi — à un régime dans lequel les taux d'intérêt ont augmenté, l'inflation est en hausse, il y a une plus grande volatilité et l'évaluation du risque est beaucoup plus sévère. Cela ne signifie pas que le risque n'est pas évalué et que le capital n'est pas disponible, mais cette période en est une où, comme je l'ai dit, on passe d'un régime... Pour parler comme un économiste, on passe d'un équilibre à un autre. Pendant cette période, il sera difficile à certains moments pour les entreprises d'avoir accès à des capitaux, ce qui fait qu'il faut se concentrer sur ces changements structurels sous-jacents, tant sur le plan des politiques, que ce soit pour le climat et la transition verte, ou pour le financement des actifs incorporels.

**Senator C. Deacon:** Thank you very much for that clear answer.

**Senator Loffreda:** Thank you, Mr. Carney, for being with us this morning.

You mentioned in your comments that fiscal discipline is imperative in this environment going forward. Mentioning targeted support, we did obtain Royal Assent on Bill C-30 this week, and I would like to thank all of my colleagues for their support. I want to put it on the record, so thank you.

We will soon be looking at Bill C-31, which has a cost of \$2 billion. Do you feel this will have an impact on inflation in our economy? You do know it's over \$2 trillion, our economy, our GDP.

What do you feel are the main causes of inflation? Could you elaborate on any additional recommendations going forward?

**Mr. Carney:** If I may, the first point in the scheme of things, senator, I think your preamble suggests the order of magnitude of that specific legislation. Again, I'm not familiar with the specific purpose of Bill C-31, I apologize, but those orders of magnitude are not decisive in terms of impacting inflation of \$2 billion, as you say, relative to the size of the economy. Of course, it's a question of accumulation of \$2 billion. It starts to add up, and that's where the discipline has to come in.

To your general question, which is a critical one about the broader causes of inflation — I will keep it general for the moment, and then senators may want to drill down. Yes, there are global factors, and there have been global factors for inflation, whether it's commodity prices and goods prices or the supply chain problems, which started to ignite this period of inflation.

But really, now inflation is principally a domestic story. We have seen the contributors to inflation broaden across categories of the Consumer Price Index. I think it's on the order of magnitude of almost 80% of the CPI components have inflation rates themselves above 3% and probably something like 60% above 5% inflation rate. It's quite broad, so it's not all imported inflation. In fact, most of it is now domestically generated inflation.

We see it in the service sector, particularly pent-up demand that I think we've all experienced. I'm glad to see you all in the room. I was told that this was virtual. I would have happily come down and attended in person because I'm not that far away, but

**Le sénateur C. Deacon :** Je vous remercie beaucoup de cette réponse claire.

**Le sénateur Loffreda :** Monsieur Carney, je vous remercie de votre présence.

Vous avez mentionné que, dans ce contexte, la discipline budgétaire est essentielle pour la suite des choses. En ce qui concerne l'aide ciblée, le projet de loi C-30 a reçu la sanction royale cette semaine et je tiens à remercier tous mes collègues pour leur soutien. Je tiens à ce que cela figure au compte rendu, alors je vous remercie.

Nous allons bientôt examiner le projet de loi C-31, dont le coût s'élève à 2 milliards de dollars. Pensez-vous que cela aura des répercussions sur l'inflation dans notre économie? Vous savez que notre PIB atteint 2 billions de dollars.

Quelles sont, selon vous, les principales causes de l'inflation? Avez-vous d'autres recommandations pour l'avenir?

**M. Carney :** Si vous me le permettez, sénateur, je pense qu'en préambule, vous avez parlé de l'ordre de grandeur de la mesure législative en question. Encore une fois, je ne connais pas l'objet précis du projet de loi C-31, et je m'en excuse, mais ces ordres de grandeur, les 2 milliards de dollars, comme vous le dites, ne sont pas déterminants par rapport à la taille de l'économie. Bien sûr, c'est une question d'accumulation de 2 milliards de dollars. Les montants commencent à s'additionner, et c'est là que la discipline doit intervenir.

Pour répondre à votre question générale, qui est cruciale, sur les causes plus larges de l'inflation, je vais m'en tenir à de l'information générale pour le moment, et les sénateurs voudront peut-être aller au fond des choses. Oui, il y a des facteurs mondiaux, et il y a eu des facteurs mondiaux pour ce qui est de l'inflation, qu'il s'agisse des prix des produits de base et des marchandises ou des problèmes dans la chaîne d'approvisionnement, qui ont déclenché cette période d'inflation.

Mais en réalité, l'inflation est aujourd'hui principalement une question nationale. Nous avons vu les facteurs contribuant à l'inflation évoluer dans toutes les catégories de l'indice des prix à la consommation. Je pense que près de 80 % des composantes de l'IPC ont des taux d'inflation supérieurs à 3 % et probablement quelque chose comme 60 % des composantes ont des taux d'inflation supérieurs à 5 %. C'est assez vaste, donc il n'y a pas que de l'inflation provenant de l'étranger. En fait, la plus grande partie de cette inflation est désormais d'origine nationale.

Nous le voyons dans le secteur des services, en particulier dans la demande contenue que nous avons tous connue, je pense. Je suis heureux de vous voir tous dans la salle. On m'a dit que la réunion était virtuelle. J'aurais volontiers assisté à la réunion

literally being pent up in this room and the pent-up demand that comes from that, we're seeing that through services. We're seeing it in housing as well, and I think it's a clear case now.

I would commend the Bank of Canada and the governor — they're very clear about this — that the primary concern now is excess demand in the Canadian economy, domestically generated inflation, and therefore, the focus on tightening policy in order to address that.

**Senator Loffreda:** Thank you.

[*Translation*]

**Senator Bellemare:** Welcome back, Mr. Carney, and congratulations on your book. I have enjoyed reading it.

My question is about the chapter on adopting rules of discipline for government, particularly when you set out your 10-point plan, including point number 2, where you talk about adopting rules. You encourage the Parliamentary Budget Officer to do this.

I would like to know how you see the accommodation of the necessary investments for human capital, for social capital and for natural capital. If we want to be responsible and move towards a contraction without affecting, in particular, investment in human capital, how do you see these rules?

**Mr. Carney:** First of all, I'm impressed to hear that you've read my book, including chapter 16.2 on the 10 points. Thank you.

[*English*]

I'll answer it this way, if I may. For those who didn't get that far, this distinction in a golden rule, if you will, between current spending and capital spending. Senator Bellemare is focused rightly on what capital is. Is it only physical capital? What about human capital and social capital?

I would suggest a few points. One is, for human capital, elsewhere I emphasize — and I referenced this briefly in my opening remarks — the importance of ensuring that investments in human capital, specifically investments in training and skills development, that this is treated as an expense, as a tax deduction consistent with physical capital investment.

en personne, car je ne suis pas très loin. Or, étant moi-même littéralement « contenu » dans cette salle, en quelque sorte, pour revenir à la demande contenue qui découle de la situation, nous le constatons dans le secteur des services. Nous le constatons également dans le secteur du logement, et je pense que c'est clair maintenant.

Je félicite la Banque du Canada et le gouverneur — qui est très clair à ce sujet — de dire que la principale préoccupation actuellement, c'est la demande excédentaire dans l'économie canadienne, l'inflation d'origine nationale, et donc que l'accent doit être mis sur le resserrement de la politique.

**Le sénateur Loffreda :** Merci.

[*Français*]

**La sénatrice Bellemare :** Bienvenue parmi nous, monsieur Carney, et félicitations pour votre livre. J'ai eu beaucoup de plaisir à le lire.

Ma question concerne le chapitre sur l'adoption de règles de discipline pour le gouvernement, en particulier quand vous énoncez votre plan en 10 points, notamment le point n° 2, où vous parlez de l'adoption de règles. Vous incitez le directeur parlementaire du budget à le faire.

Je voudrais savoir comment vous voyez l'accommodement des investissements nécessaires pour le capital humain, pour le capital social et pour le capital naturel. Si on veut être responsable et aller vers une contraction sans affecter, en particulier, l'investissement dans le capital humain, comment voyez-vous ces règles?

**M. Carney :** Tout d'abord, je suis impressionné d'apprendre que vous avez lu mon livre, dont le chapitre 16.2 sur les 10 points. Merci.

[*Traduction*]

Permettez que je réponde comme suit. Pour ceux qui ne sont pas rendus aussi loin, cette distinction est une règle d'or, si l'on veut, entre les dépenses actuelles et les dépenses en capital. La sénatrice Bellemare s'intéresse avec raison à ce qui constitue le capital. Ce dernier est-il seulement physique? Qu'en est-il du capital humain et du capital social?

Je formulerai quelques observations, d'abord sur le capital humain, auquel j'ai fait référence dans mon allocution d'ouverture. J'indique ailleurs qu'il importe de veiller à ce que les investissements effectués dans le capital humain, notamment au chapitre de la formation et du perfectionnement des compétences, soient considérés comme une dépense, comme une déduction fiscale au même titre que l'investissement dans le capital physique.

We have accelerated capital cost allowances for various things, and we actually end up in a position where we, in relative terms, are disadvantaging human capital investments by companies. I would suggest that if we step back from the current situation, the one thing we know with digital and sustainable revolutions that are happening is that there are a lot of Canadians who are going to want and deserve to get new skills, and we need to have our system oriented to give them those skills. That helps address this issue of building human capital and social capital with it.

On the physical capital side, the spending of the government that is consistent with rebuilding our infrastructure, components of the energy transition, building resilience in our economy, those are separately accounted for and tracked. This is my third point — and I think I reference this in the book — this is where we need independent institutions like the Parliamentary Budget Office because, having worked in the Department of Finance over the years for multiple parties, I know that if there's a rule like that, the temptation is always to define everything as capital and move it out from one area, which has quite a strict balanced budget approach into the other. I think it's certainly doable and given where we are with these broader changes, it is highly desirable.

[*Translation*]

**Senator Gignac:** Good morning, Mark.

[*English*]

Thank you for being with us today.

I've read your book as well. My question would be around this climate change challenge that we have. In the last budget, Ms. Freeland mentioned we need to invest \$120 billion to \$150 billion a year if we want to reach a net-zero economy. Currently we invest only \$15 billion to \$20 billion a year.

I want to have your opinion about the potential role of the Canadian pension fund in Canada, because they have to scale down the exposure big time over the last few decades, some completely phasing out of high — exposure. The interview that you give at the World Economic Forum, you mentioned that the easiest thing to do is to sell and walk away, make it somebody else's problem. I will refrain myself to mention which pension fund has done that, but the point is the biggest challenge is to support them and invest to reduce their carbon footprint.

My question is simple. Does the Canadian government have to be more active, proactive, and ask the pension fund to have more oversight on pension funds, because I have a son who is

Nous avons accéléré les déductions pour amortissement pour certaines choses, nous retrouvant dans une situation où, relativement parlant, nous désavantageons les investissements dans le capital humain des entreprises. Je proposerais de prendre du recul par rapport à la situation actuelle. Nous savons qu'avec les révolutions numérique et durable qui se produisent, un grand nombre de Canadiens voudront acquérir et mériteront de nouvelles compétences, et il faut que notre système soit orienté de manière à les leur fournir. Cela aidera à bâtir le capital humain et le capital social du même coup.

Au chapitre du capital physique, les dépenses du gouvernement visant à reconstruire nos infrastructures, à gérer les éléments de la transition énergétique et à renforcer la résilience de notre économie sont consignées et surveillées séparément. C'est mon troisième point, auquel je pense faire référence dans mon livre. C'est là que nous avons besoin d'entités indépendantes comme le directeur parlementaire du budget, car pour avoir travaillé au ministère des Finances au fil des ans pour plusieurs parties, je sais que s'il existe une telle règle, on est toujours tenté de tout définir comme du capital et de le retirer d'un endroit régi par une approche de budget équilibré strict pour l'investir ailleurs. Je pense que c'est certainement faisable et, vu où nous en sommes avec tous ces changements d'envergure, fort souhaitable.

[*Français*]

**Le sénateur Gignac :** Bonjour, Mark.

[*Traduction*]

Je vous remercie de témoigner aujourd'hui.

J'ai lu votre livre également. Ma question concernerait le défi des changements climatiques auquel nous sommes confrontés. Dans le dernier budget, Mme Freeland a indiqué que nous devons investir de 120 à 150 milliards de dollars par année si nous voulons établir une économie carboneutre. Or, à l'heure actuelle, nous n'investissons que de 15 à 20 milliards de dollars par an.

Je veux connaître votre opinion au sujet du rôle potentiel de la caisse de retraite du Canada, car elle a dû réduire considérablement l'exposition au risque depuis quelques décennies, voire éliminer entièrement l'exposition au risque élevé. Dans l'entrevue que vous avez accordée à l'occasion du Forum économique mondial, vous avez indiqué que le plus facile à faire, c'est de vendre et de laisser le problème à quelqu'un d'autre. Je m'abstiendrai de dire quel régime de pension a agi de la sorte, mais le fait est que la plus grosse difficulté consiste à aider les régimes et à investir pour réduire leur empreinte carbone.

Ma question est simple. Le gouvernement du Canada doit-il être plus actif, plus proactif, et demander à la caisse de retraite de surveiller davantage les fonds de pension, car j'ai un fils qui



concerned Canada will be unable to make the transition successfully without more active participation in the pension fund. Any thoughts on that?

**Mr. Carney:** Yes, and good to see you Senator Gignac, and as usual, straight to the heart of the matter.

First off, this is a huge issue, and it's a fundamental issue, whether it's pension funds or banks or others. We will not get to climate sustainability. We will not get on the pathway to net zero if all we do is divest. For the individual institution, there's the comfort of portfolio decarbonization, but there's not decarbonization in the real economy. I firmly believe what we need to do is to get capital to those companies and projects that have a plan to reduce emissions, and not just reduce emission, but reduce emissions in line with the trajectory the Canadian government has set ourselves on.

So what are we doing about that? I would say there's a diversity of strategies at this point among Canadian pension funds. There are some, such as the Canada Pension Plan — I will name them — and Ontario Teachers' Pension Plan and PSP, actually, a third example, who have identified — and they use slightly different terminology around this — but they have both green and transition assets. So the green assets are clear, renewable power — wind power, hydropower, storage, these types of things — but transition assets are assets where there are emissions, but the investment is getting the emissions down. So think about what Dofasco and ArcelorMittal are doing in the steel sector. Investments in the auto sector happening moving toward electric vehicles, and targeting investments that get those emissions down.

That will be critical, including in the energy sector, obviously, if the oil sands pathway, for example, comes to be and has the potential to take out high single digits of Canada's emissions over the course of the next decade. That will require capital. And it's the type of investment that is potentially very suitable for pension funds.

If you permit me, I'll take one step up and I'll refer to the work of the Glasgow Financial Alliance for Net Zero. Some pension funds are part of it, Canadian banks are part of it. What we are doing is bringing together an approach for transition, which includes these types of investments, and the discipline around these types of investments. A common theme, if you will, of our discussions thus far is that we need direction but also discipline around the direction. We need guardrails around it so that it really does what it says so that we get capital to investments for the transition.

craint que le Canada ne soit pas capable de réussir la transition sans une participation plus active dans la caisse de retraite. Avez-vous des commentaires à formuler à ce sujet?

**M. Carney :** Oui. Je suis ravi de vous voir, sénateur Gignac. Comme à votre habitude, vous allez droit au cœur de la question.

Sachez tout d'abord qu'il s'agit d'une question fondamentale extrêmement importante, qu'on parle de régimes de pension, de banques ou d'autres entités. Si nous nous contentons de nous dessaisir de biens, nous ne réussirons pas à atteindre la durabilité climatique et nous ne progresserons pas vers la carboneutralité. À l'échelle de l'institution, on se félicite de décarboniser le portefeuille, mais on ne décarbonise pas l'économie. Je suis convaincu que nous devons investir du capital dans les entreprises et les projets qui ont un plan pour non seulement réduire les émissions, mais aussi pour les réduire conformément à l'orientation que le gouvernement du Canada s'est donnée.

Que faisons-nous à ce sujet, alors? Je dirais que les fonds de pension du Canada ont maintenant adopté diverses stratégies. Certains que je nommerai, comme le Régime de pensions du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et un troisième exemple, le Régime de pension de la fonction publique, ont acquis des biens écologiques et des actifs de transition, même s'ils emploient une terminologie légèrement différente. Les biens écologiques sont des solutions propres et renouvelables, comme l'énergie éolienne, l'hydroélectricité et le stockage, mais les actifs de transition sont des biens qui émettent des émissions, que les investissements permettent toutefois de réduire. Pensez ainsi à ce que Dofasco et ArcelorMittal font actuellement dans le secteur de l'acier, aux investissements effectués dans le secteur de l'automobile afin de perfectionner les véhicules électriques et aux investissements ciblés qui permettent de réduire les émissions.

Ces démarches seront cruciales, notamment dans le secteur de l'énergie, de toute évidence, si l'Alliance Nouvelles voies se concrétise dans le secteur des sables bitumineux et offre le potentiel de réduire substantiellement les émissions du Canada dans les prochaines décennies. Ces initiatives exigeront du capital, et c'est le genre d'investissements qui conviendrait potentiellement fort bien aux fonds de pension.

Si vous me le permettez, j'irai plus loin et ferai référence aux travaux de la Glasgow Financial Alliance for Net Zero, un regroupement dont font partie certains fonds de pension et banques du Canada. Nous établissons ensemble une approche de transition qui comprend ce genre d'investissements et les encadre de la discipline nécessaire. Au cours de nos discussions, nous parlons d'un thème commun, si l'on peut dire, soit le fait qu'il faut adopter une orientation, mais aussi faire preuve de discipline. Nous devons encadrer l'orientation afin d'elle fasse réellement ce qu'elle est censée faire pour que le capital soit investi dans la transition.

Last point, what could the Canadian government do, or what could our regulatory authorities do? One of the questions of finance institutions is do you have a transition plan for your investments for your loan book? After all, the country has a legislated investment for net zero. You're investing in Canada. What is your plan? Who are you backing? How are you moving from where you are today to where you want to get to tomorrow?

And in those transition plans, if we have a definition of transition assets — not just green. Green is incredibly important, but we also need to get emissions down from the parts of our economy that exist today, and if the ambition is sufficiently high in those projects for investment, then it should be appropriate — it should be counted as transition — and we would see our pensions and other forms of capital really put to work on behalf of Canada and its objectives.

**The Chair:** Mr. Carney, before we move on, can I get you to react to a recent story about Canadian banks having some qualms over their commitment to the Glasgow Alliance? I think all of the banks — there were sources cited — have concerns about governments and liability issues, and they seem to be exacerbated by what is going on as fallout from the Ukrainian situation?

**Mr. Carney:** I think the first thing to say is to commend the Canadian banks for their commitment to manage their portfolios toward net zero and their commitment is that they would help achieve their fair share of the emissions reductions consistent with Canada's objectives and consistent with a pathway to one and a half degrees. That's the first point.

Second is where some tension has arisen, not just with the Canadian banks, but with some other institutions, and I understand that, and agree with it, if I can put it that way. There was a body that attempted to dictate the strategies as opposed to having objectives, financial institutions determine their own strategies and are held to account for those strategies. We'll see in the coming years whether the loans and investments are performing in a way that's consistent with the overall objective. That issue, the overreach, if you will, by something called Race to Zero has been dealt with. The Canadian banks, and their members are in a position where it's absolutely clear, their commitment is to move their assets in line with one and a half degrees. That takes some time, but they set their own strategies to do so.

But what they also will do is disclose their progress on that, and that disclosure will be globally available. We're setting up a global database, open source, all the major data providers, underpinned by the OECD, IMF, and the UN, that will be up and running by this time next year, which will have emissions by

Enfin, que pourraient faire le gouvernement du Canada ou nos autorités de réglementation? Ils peuvent notamment demander aux institutions financières si elles ont un plan de transition pour leurs investissements et leurs portefeuilles de prêts. Après tout, le pays a un investissement prescrit par la loi en vue d'atteindre la carboneutralité. Si vous investissez au Canada, quel est votre plan? Qui soutenez-vous? Comment comptez-vous passer de votre situation actuelle à celle que vous voulez avoir demain?

En outre, les plans de transition doivent comprendre une définition des actifs de transition et pas seulement des biens écologiques. Ces derniers sont extrêmement importants, mais il faut également réduire les émissions dans les secteurs de l'économie qui existent actuellement. Si les projets sont suffisamment ambitieux pour qu'on y investisse, alors ils devraient convenir et être considérés comme s'inscrivant dans la transition, et nos régimes de pension et d'autres formes de capital se mettraient réellement à l'œuvre au nom du Canada et de ses objectifs.

**La présidente :** Monsieur Carney, avant de poursuivre, pourrais-je vous demander de réagir à une nouvelle parue récemment voulant que les banques canadiennes aient certaines hésitations quant à leur engagement envers la Glasgow Alliance? Je pense que selon les sources citées, toutes les banques ont, au sujet des gouvernements et des questions de responsabilité, des préoccupations qui sont exacerbées par les répercussions de la guerre en Ukraine.

**M. Carney :** Je pense que la première chose à faire est de féliciter les banques canadiennes de leur engagement à gérer leurs portefeuilles en vue d'atteindre la carboneutralité. Elles se sont engagées à contribuer à effectuer leur juste part des réductions des émissions, conformément aux objectifs du Canada et à la cible d'un degré et demi. Voilà pour le premier point.

De plus, certaines tensions se sont manifestées, pas seulement parmi les banques canadiennes, mais parmi d'autres institutions également, et je le comprends, si je puis le dire ainsi. Un groupe a tenté d'imposer des stratégies au lieu d'établir des objectifs et de laisser les institutions financières établir leurs propres stratégies et de les tenir responsables de rendre des comptes à cet égard. Nous verrons dans les prochaines années si les prêts et les investissements ont des résultats conformes à l'objectif global. Le problème du groupe dénommé Course des villes vers zéro, qui a tenté de s'imposer, a été résolu. La position des banques canadiennes et de leurs membres est limpide : elles se sont engagées à gérer leurs actifs en vue d'atteindre l'objectif d'un degré et demi. Cela prend du temps, mais elles établissent leurs propres stratégies pour atteindre cet objectif.

Les banques feront également état de leurs progrès à cet égard, et ces informations seront accessibles à l'échelle internationale. Nous sommes en train de constituer une base de données mondiale de sources ouvertes qui réunira tous les grands fournisseurs de données, sous la houlette de l'OCDE, du FMI et

financing books for the institutions, their targets, and then progress against targets so others can judge. And this is how we get the most out of our financial system, because they determine the strategy. Sorry, I'll stop there.

**Senator Massicotte:** Nice to see you, Mr. Carney. I haven't seen you for a while, but always my pleasure.

Let me talk to you about the discussion about the whole environmental issue.

You seem to be a little bit more — maybe a lot more — optimistic than I am. If you look at the last 5 or 10 years, we've missed every target we've set. We're even getting reports currently from the department and, again, they're offside. We got a promise two days ago by the Prime Minister that we will meet our targets this time.

Why should we be more optimistic that we will meet them when we've failed miserably so far?

**Mr. Carney:** As you know, Senator Massicotte, in the end, you get credibility by performance and you get performance by outperforming targets as opposed to underperforming them. So I understand the motivation of your question.

First, the building blocks that make progress much more likely now include the mainstreaming of transition finance, as we just discussed with Senator Gignac and the chair. The second is further progress and building a track report on what I'll call climate policy. It is not just a price on carbon; it includes measures to support transitions from hydrogen storage to electric vehicles, and it includes carbon contracts for differences and other measures. The track record is building.

There is an important role to be played by the Net-Zero Advisory Body to be very clear about what the gap is between the commitment and the path that the Government of Canada is trying to follow and where the policies that are currently in place are likely to bring us. There will be a gap; it is being clear about the gap. Then, in the political arena, if you will, with the Senate and others, the debate is how we close that gap and which policies are necessary to close it. That process can help build credibility.

The other thing I would say, senator, is that there are many things that are necessary in order for us to hit our targets and be on the right path, and there are also a few big things. There is the

des Nations unies. Cette base de données sera fonctionnelle à la même date l'an prochain, et les institutions y divulgueront leurs émissions par livres financiers, leurs objectifs et leurs progrès par rapport aux objectifs pour que les autres puissent juger des avancées. C'est ainsi que nous tirons le meilleur de notre système financier, car les institutions déterminent leur stratégie. Pardonnez-moi; je m'arrêterai ici.

**Le sénateur Massicotte :** Je suis ravi de vous voir, monsieur Carney. Je ne vous ai pas vu depuis longtemps, mais c'est toujours un plaisir de vous rencontrer.

Permettez-moi de vous parler du débat sur toute la question de l'environnement.

Vous semblez un peu plus — voire beaucoup plus — optimiste que moi. Au cours des 5 ou 10 dernières années, nous avons raté toutes les cibles que nous avons fixées. Nous recevons même des rapports du ministère indiquant que nous ne respectons toujours pas les cibles. Il y a deux jours, le premier ministre a promis que nous atteindrions les cibles cette fois-ci.

Pourquoi seriez-vous plus optimiste que nous atteindrons les cibles alors que nous avons lamentablement échoué jusqu'à présent?

**M. Carney :** Comme vous le savez, sénateur Massicotte, au bout du compte, la crédibilité s'établit en fonction du rendement, et ce rendement s'obtient en dépassant les cibles au lieu de les rater. Je comprends ce qui motive votre question.

Sachez d'abord qu'il est beaucoup plus probable que nous réalisons des progrès parce que le financement de la transition est maintenant solidement établi, comme j'en ai discuté avec le sénateur Gignac et la présidente. De plus, on réalise de nouveaux progrès et on a créé un rapport de suivi sur ce que j'appelle la politique climatique, laquelle inclut non seulement la tarification du carbone, mais également des mesures pour appuyer la transition, notamment au moyen du stockage de l'hydrogène et des véhicules électriques, ainsi que des contrats en matière de carbone afin d'évaluer les différences et prendre d'autres mesures. Ce rapport de suivi est en cours d'élaboration.

Le Groupe consultatif pour la carboneutralité a un rôle important à jouer en indiquant très clairement quel est l'écart entre l'engagement et l'orientation que le gouvernement du Canada tente de respecter et le résultat que les politiques actuellement en place sont susceptibles de produire. Il y aura un écart; ce qu'il faut, c'est avoir l'heure juste à ce sujet. Ensuite, dans l'arène politique, si l'on veut, le Sénat et les autres institutions doivent déterminer comment on peut éliminer cet écart et quelles politiques il convient d'adopter à cette fin. Ce processus peut contribuer à renforcer la crédibilité.

J'ajouterais, sénateur, que bien des éléments sont nécessaires pour que nous atteignons nos objectifs et restions sur la bonne voie, et parfois, ce sont des éléments importants comme

Oil Sands pathway. There is building a clean grid by 2035. There is the auto strategy that's necessary. There is the transformation of our steel and building-product sectors. Comprehensive federal-provincial approaches there — concerted efforts and tracking of those — will be necessary to fully bridge the gap and not just build the credibility, although that's important because momentum feeds momentum, but also to deliver the results that we all expect.

**Senator Marshall:** Welcome, Mr. Carney. My question is more general.

I'm on the Standing Senate Committee on National Finance also, and we have Minister Freeland speaking to us fairly regularly. We were talking about a recession back in June. When she responds, it's almost like a "be happy; everything is under control" speech. She appeared in the Senate a couple of weeks ago, and we received the same kind of response to our questions: "The government is in great financial shape, we have a triple-A rating and our debt-to-GDP ratio is really good," et cetera.

The last couple of days, she's been in the media and it's almost like she's pivoted 180 degrees. It's not only what she's saying — she's warning now of a very severe recession — it's how she's saying it. I had to play the video over several times. I've always expected a recession, but to listen to her now, it's almost like it would rattle a person to hear what she's saying.

So it seems like something has happened in the last two weeks. She was telling us two weeks ago — exactly two weeks ago — "don't worry, be happy; we're in great shape." And now, over the last two days, she's out there saying, "Batten down the hatches. There is a big recession coming."

You're watching what's going on in the world. What do you think has happened that would make the finance minister pivot around so much, almost 180 degrees? We know there are problems in the U.K., and we know the International Monetary Fund is warning of a recession. Is there something that I missed, though? What would make a finance minister — and you don't even have to respond specifically to Minister Freeland — what would make a Minister of Finance pivot around like that? Is it that we're going to lose our credit rating and be downgraded? Is it the bond-rating agencies?

I would really appreciate your insight. Can you reconcile that? I'm trying to square that round hole.

**Mr. Carney:** I've been asked some difficult questions over the years, and that's one of the toughest I've been asked. I would have to go into the mind of a finance minister and the track record of what she's said.

l'Alliance Nouvelles voies dans le domaine des sables bitumineux, l'établissement d'un réseau électrique vert d'ici 2025, la stratégie de l'industrie automobile, qui est nécessaire, et la transformation des secteurs de l'acier et des produits de construction. Des approches fédérales-provinciales exhaustives et des efforts concertés et surveillés seront nécessaires pour combler entièrement l'écart et non seulement renforcer la crédibilité — tout importante soit-elle parce que l'élan donne de l'élan —, mais aussi obtenir les résultats que nous escomptons tous.

**La sénatrice Marshall :** Bienvenue, monsieur Carney. Ma question est plus générale.

Je fais également partie du Comité sénatorial des finances nationales, qui reçoit assez régulièrement la ministre Freeland. Nous avons parlé d'une récession en juin. Quand elle répondait, c'était presque comme si elle nous disait de ne pas nous en faire parce que tout était sous contrôle. Quand elle a témoigné devant le Sénat il y a quelques semaines, elle a offert le même genre de réponses à nos questions, affirmant que le gouvernement est en bonne santé financière, a une cote AAA et affiche un excellent ratio entre la dette et le PIB.

Ces jours derniers, elle est apparue dans les médias et a pratiquement effectué une pirouette de 180 degrés, pas seulement dans ce qu'elle a dit — elle nous met maintenant en garde contre une très grave récession —, mais aussi dans la manière dont elle le dit. J'ai dû regarder la vidéo à plusieurs reprises. Je me suis toujours attendue à une récession, mais quand on écoute la ministre maintenant, cela donne presque froid dans le dos.

Il semble qu'il se soit passé quelque chose au cours des deux dernières semaines. Il y a exactement deux semaines, elle nous disait de ne pas nous en faire parce que nous étions en excellente santé financière, et maintenant, depuis deux jours, elle nous avertit de nous préparer à une grave récession.

Vous observez ce qu'il se passe dans le monde. Que pensez-vous qu'il se soit passé pour que la ministre des Finances change presque entièrement de discours? Nous savons que le Royaume-Uni éprouve des problèmes et que le Fonds monétaire international nous prévient qu'une récession nous menace. Quelque chose m'a-t-il échappé? Qu'est-ce qui pousserait une ministre des Finances à changer ainsi son fusil d'épaule? Il n'est pas nécessaire que votre réponse concerne précisément la ministre Freeland. Sommes-nous sur le point de perdre notre cote de crédit, qui sera revue à la baisse? Est-ce à cause des agences de notation?

J'aimerais vraiment avoir votre avis. Pouvez-vous réconcilier les faits? J'essaie d'y comprendre quelque chose.

**M. Carney :** On m'a posé des questions difficiles au fil des ans, mais c'est une des plus ardues qu'on m'ait posées. Il faudrait que je lise les pensées d'une ministre des Finances et entende ce qu'elle a dit.

First off, just for the record, I would see no reason that there would be any issue for our bond rating, credit rating or any sort of near-term-type issue. The fundamentals of the country are strong, and that's a testament to Canadians, and many governments and actions that have been taken over time. That's clear.

That is something we fall back on in difficult economic times. Unfortunately, we are in difficult economic times. And I would have said that if you had asked me two months ago. We tried to have this two months ago, and I would have said the same thing then.

Yes, I think a recession is both likely, globally and most probably in Canada. I'm afraid it's a bit like air travel these days: We know where we're headed; we just don't know when we're going to get there.

There are some uncertainties about the exact timing, but we're in a situation today where China is effectively in a recession. There is mildly positive growth but well below trend. Europe is entering a recession. The U.K. is in a recession. The United States has momentum, which is helping to support us. But what is necessary to rebalance that economy in order to have inflation more firmly under control, given the starting point, will be a recession at some point next year in the U.S.

It will be hard for us, just given those cumulative factors, for Canada to be a full exception from that. Add to that the fact that we have the domestic inflationary pressures, as you know, which are now more domestically generated than they are externally generated. That has required the bank to tighten policy. I'm not predicting. I have no information. I'm not there and have nothing to do with the decisions. The governor has been clear that more will be required, and they'll take those decisions.

The combination of all of that is likely to lead to a recession or at least a few quarters of negative growth in Canada.

It's important that we do the right combination of drawing on the strengths that we have and not weakening our position further. We have to use our fiscal resources appropriately and have them targeted.

As per Senator Deacon's question at the start, those types of measures that will put us in a better position as we come out of this slower period, whether it's financial reform, climate policy, energy policy or other policies, we really do have to continue to pursue that.

We can come out of this much stronger than others without question, but we should be clear about what we're headed into.

Tout d'abord, sachez que je ne vois pas pourquoi il y aurait un problème du côté de la notation des obligations, de notre cote de crédit ou d'autres indicateurs à court terme. Les bases fondamentales du pays sont solides, témoignant des efforts que les Canadiens et les nombreux gouvernements ont déployés au fil du temps.

C'est sur ces bases que nous nous rabattons en période économique difficile. Malheureusement, nous nous trouvons dans une telle période, et c'est ce que je vous aurais dit si vous m'aviez posé la question il y a deux mois. Nous avons tenté de nous rencontrer il y a deux mois, et je vous aurais dit la même chose alors.

Oui, je pense qu'une récession risque de frapper le monde et fort probablement le Canada. Je crains que ce soit un peu comme un voyage aérien ces jours-ci : on sait où on s'en va, mais on ignore tout simplement comment on se rendra à destination.

On ne sait pas exactement quand la récession frappera, mais la Chine est officiellement en récession actuellement. Elle connaît une faible croissance positive, mais bien en-deçà de la tendance. L'Europe entre en récession. Le Royaume-Uni est en récession. Les États-Unis conservent leur élan, ce qui contribue à nous soutenir, mais pour rééquilibrer l'économie afin de maîtriser plus fermement l'inflation, compte tenu du point de départ, il faudra qu'une récession se produise aux États-Unis l'an prochain.

Le Canada aura de la difficulté à y échapper entièrement, ne serait-ce qu'en raison de ces facteurs cumulatifs. Ajoutez à cela les pressions inflationnistes que vous connaissez, lesquelles sont maintenant davantage d'origine interne qu'externe. La banque a dû resserrer sa politique. Je ne fais pas de prédictions. Je n'ai pas d'information. Je ne suis pas là-bas et je n'ai rien à voir dans ces décisions. Le gouverneur a indiqué sans ambages qu'il faudra en faire plus, et la banque prendra les décisions qui s'imposent.

La combinaison de tous ces facteurs nous mènera probablement à une récession ou au moins à quelques trimestres de croissance négative au Canada.

Il importe que nous tirions judicieusement parti de nos forces et évitions d'affaiblir encore notre position. Nous devons utiliser nos ressources fiscales adéquatement et les cibler.

Comme je l'ai indiqué en réponse à la question que le sénateur Deacon a posée au début, nous devons absolument continuer de prendre le genre de mesures qui nous placeront en meilleure position au sortir de cette période de ralentissement, qu'il s'agisse d'une réforme financière, d'une politique climatique ou énergétique ou d'autres politiques.

Nous pouvons certainement en sortir beaucoup plus forts que bien d'autres pays, mais nous devons savoir vers quoi nous nous dirigeons.

**Senator Marshall:** It is not one event but a perfect storm.

**Mr. Carney:** Yes, it is a series of things. It is a storm, not a hurricane, is how I would put it.

**Senator Yussuff:** Thank you, Mr. Carney, for being here.

The earlier stage during the pandemic — and subsequently — supply chains have been a big issue that we've been dealing with. In terms of the earlier part of inflation rising, it has been acknowledged that supply chain is part of the problem.

The Secretary of the Treasury of the United States, Janet Yellen, has proposed the idea of friend-shoring as a means to insulate global supply chains from external disruptions or economy cohesion so as to mitigate the destruction of the U.S. economy and its allies. At her talk in Washington, D.C., Minister Freeland expressed her agreement with the idea, saying it could help us defend liberal democracy.

Can you comment on Minister Freeland's position on the concept of friend-shoring more generally?

**Mr. Carney:** Sure. Thank you. It's an important question, senator. As Senator Bellemare will know, this is something I spoke about a few years ago in that book in terms of the future of globalization and a values-based globalization, which is analogous to what Secretary Yellen has been speaking about. I have spoken to the secretary about this over the years.

The way I would term it is as follows: We've had a series of experiences, unfortunately, over the course of the last decade and a half where there have been shocks to the system. There was a financial shock, a health shock, an energy shock and now a geopolitical shock. In all of those cases, we found ourselves wanting in terms of the degree of resilience that we have. Canada less so in terms of finance, but yes on health and yes on geopolitics and defence. And companies, very importantly, thinking about their supply chains, their value chains, so up and down the curve, and their exposure to extreme weather, to disruptions like COVID and to shifting geopolitics, whether trade restrictions, technology restrictions, restrictions on data or restrictions on financing — all of which companies have seen in different geographies over the course of the last few years.

In that environment, it makes sense to build resilience and it is desirable to build resilience, particularly with the most important parts of your supply chain, and literally have them on the shores

**La sénatrice Marshall :** Ce n'est pas vers une averse isolée, mais vers une tempête parfaite.

**M. Carney :** C'est une série de choses. C'est une tempête, pas un ouragan; c'est ainsi que je le décrirais.

**Le sénateur Yussuff :** Merci, monsieur Carney, d'être ici.

Au début de la pandémie — et subséquemment —, les chaînes d'approvisionnement ont constitué un problème de taille auquel nous avons été confrontés. En ce qui concerne le début de la hausse de l'inflation, il a été reconnu que la chaîne d'approvisionnement fait partie du problème.

La secrétaire du Trésor des États-Unis, Janet Yellen, a proposé l'idée de délocalisation dans des pays amis comme moyen de protéger les chaînes d'approvisionnement mondiales des perturbations externes ou de la cohésion de l'économie afin d'atténuer la destruction de l'économie américaine et de ses alliés. Lors de son discours à Washington, D.C., la ministre Freeland a manifesté son accord à l'égard de cette idée, soutenant qu'elle pourrait nous aider à défendre la démocratie libérale.

Pouvez-vous vous prononcer sur la position de la ministre Freeland sur le concept de délocalisation dans des pays amis de façon plus générale?

**M. Carney :** Bien sûr. Merci. C'est une question importante, sénateur. Comme la sénatrice Bellemare le sait, c'est un sujet que j'ai abordé il y a quelques années dans ce livre qui porte sur l'avenir de la mondialisation et d'une mondialisation fondée sur les valeurs, ce qui est analogue à ce dont la secrétaire Yellen a parlé. J'en ai discuté avec la secrétaire au fil des ans.

Je décrirais la situation de la façon suivante : nous avons eu une série d'expériences, malheureusement, au cours des 15 dernières années, où le système a subi des bouleversements. Il y a eu des bouleversements sur les plans financier, sanitaire, énergétique et, maintenant, sur le plan géopolitique. Dans tous ces cas, nous avons manqué de résilience. Le Canada est moins résilient sur le plan financier, mais il l'est dans les secteurs de la santé, de la géopolitique et de la défense. Et les entreprises, ce qui est très important, pensent à leurs chaînes d'approvisionnement, à leurs chaînes de valeur, donc en amont et en aval de la courbe, et à leur exposition à des conditions météorologiques extrêmes, à des perturbations comme la COVID et à des changements géopolitiques, qu'il s'agisse de restrictions commerciales, de restrictions technologiques, de restrictions sur les données ou de restrictions sur le financement — toutes ces situations ont été observées par les entreprises dans différentes régions au cours des dernières années.

Dans cet environnement, il est logique et souhaitable de renforcer la résilience, en particulier avec les parties les plus importantes de votre chaîne d'approvisionnement, et de les avoir

of friends, whether it's your suppliers, key technology, key people, financing sources, et cetera.

It's in that environment — and I think the Deputy Prime Minister drew this out well — where Canada, which has trade agreements with everybody in the G7, plus most of Asia through the CPTPP, has a strong workforce and a competitive tax system and corporate tax system.

Another reason we should have a clean grid is that we have the potential to have a no-brainer decision from what's called a scope to emission or energy source perspective. In other words, we would have a clean grid across Canada and, as a source for manufacturing and services, a very clear place to friend-shore, onshore, activities as part of seamless trading across those trade routes that have been established by various governments over the course of the last two years.

I think this is a very important development. It is a development that Canada is well positioned for. By definition, the drivers of this are consistent with Canadian values.

**Senator Woo:** Welcome, Mr. Carney. I think we, too, would be very happy to have had you here in person. I hope I'm not speaking out of turn in saying that we would look forward to having you in person.

**The Chair:** I think we did offer that invitation.

**Mr. Carney:** It was my confusion. I apologize, chair.

**Senator Woo:** Not at all.

I'm glad you started your presentation with a recollection of the recent events in the U.K., which must serve as a terrifying case study for politicians but also perhaps a conundrum for serious policy thinkers who are looking for policy space to achieve the same objectives that the U.K. Prime Minister Truss was trying to achieve — supply-side response through the tax code, if I can put it very crudely.

My question to you is where you see the policy space for supply-side responses that can lift the trend rate of growth, particularly in industrialized countries, including Canada, that have seen stagnating wage growth and flatlining productivity growth for many years now, whether through the tax code or fiscal policy, and whether that space is shrinking. If the space is shrinking because of the perfect storm of different problematic

littéralement sur les rives des amis, qu'il s'agisse de vos fournisseurs, de la technologie clé, des personnes clés, des sources de financement, et cetera.

C'est dans cet environnement — et je pense que la vice-première ministre a bien décrit la situation — où le Canada, qui a des accords commerciaux avec tous les pays membres du G7, et la majorité des pays d'Asie par l'entremise du PTPGP, a une main-d'œuvre solide et un régime fiscal et un régime d'imposition des sociétés solides.

Une autre raison pour laquelle nous devrions avoir un réseau d'énergie électrique propre est que nous avons le potentiel de prendre une décision qui va de soi du point de vue de ce qu'on appelle le champ d'émissions ou la source d'énergie. Autrement dit, nous aurions un réseau propre dans l'ensemble du Canada et, en tant que source de fabrication et de services, un endroit très clair pour la délocalisation dans des pays amis, les activités côtières, les échanges commerciaux sans heurt pour traverser les routes commerciales qui ont été établies par divers gouvernements au cours des deux dernières années.

Je pense que c'est une évolution importante. C'est quelque chose pour laquelle le Canada se trouve dans une bonne position. Par définition, les catalyseurs de cette évolution respectent les valeurs canadiennes.

**Le sénateur Woo :** Bienvenue, monsieur Carney. Je pense que nous serions nous aussi très heureux de vous avoir ici en personne. J'espère que je ne parle pas à tort et à travers en disant que nous serions ravis de vous recevoir en personne.

**La présidente :** Je pense que nous avons offert cette invitation.

**M. Carney :** C'était moi qui ai mal compris. Je m'en excuse, madame la présidente.

**Le sénateur Woo :** Pas du tout.

Je suis heureux que vous ayez commencé votre exposé en rappelant les événements récents survenus au Royaume-Uni, qui doivent servir d'étude de cas terrifiante pour les politiciens, mais aussi peut-être d'énigme pour les penseurs politiques sérieux qui cherchent une marge de manœuvre politique pour atteindre les mêmes objectifs que le premier ministre britannique Truss essayait d'atteindre — une réponse du côté de l'offre par l'entremise du régime fiscal, si vous me permettez de décrire la situation très sommairement.

Ma question vise à savoir où vous voyez la marge de manœuvre politique pour obtenir des réponses du côté de l'offre qui peuvent accroître le taux tendanciel de croissance, plus particulièrement dans les pays industrialisés, y compris le Canada, qui ont vu la croissance des salaires et de la productivité stagner depuis de nombreuses années maintenant, que ce soit par l'entremise du régime fiscal ou de la politique fiscale, et si cette

economic events, could that loosen up in the near term so that we can have more space to do things that actually change the structure of the economy rather than simply managing a potential downturn?

**Mr. Carney:** Senator, again it's a fantastic question. Part of the tragedy here is that the objective, which was to double the trend rate of growth to 2.5%, we would recognize that objective. This is something we would like to do as well — in fact, we should do. We have a little higher trend growth in the U.K., but not much.

It does bear looking at why the effort failed. I'll make a couple of points there and then go to what else we can do.

I think one of the big reasons why it failed is that it was half the story. They majored on tax cuts as the solution, as opposed to all the other hard work that's necessary to build productivity over time. In fairness to them, I don't think they were blind to those issues. There are some glancing references to them in the budget. But for whatever political reason — and I think that, in retrospect, they recognize that it was a miscalculation — they wanted to come out with the tax cuts and the big bang of that and the energy package. Then they were to do another budget at the end of November that would have filled in other aspects of it.

Two things: One, it looked like it reduced the growth strategy to a trickle-down tax-cut-only strategy, which is not a credible strategy for a 21st century economy, in my view.

Secondly, the scale of the spend — and most of the spend was for supporting households, as you know, as the energy package — but the scale of it, and it being uncosted, and actually the institutional structures, like their equivalent of the Office of the Parliamentary Budget Officer, being dismissed, effectively, or ignored, that totally undercut the credibility. They moved to a 7% of GDP deficit overnight. They already had a 7% current account deficit. The numbers didn't add up and then they acted like it didn't matter.

I'm grossly simplifying, but all of those things conspired to put the pressure on them, and I think that is clear in retrospect. It seemed clear at the time as well, but it is definitely clear in retrospect.

The objective was right. There is a role for tax competitiveness in achieving these objectives. But if you're losing revenue on the tax side you have to think about which

marge de manœuvre se rétrécit. Si la marge de manœuvre se rétrécit en raison de la tempête parfaite d'événements économiques problématiques, pourrait-elle s'assouplir à court terme afin que nous disposions d'une plus grande marge de manœuvre pour faire des choses qui changent réellement la structure de l'économie plutôt que de simplement gérer un ralentissement potentiel?

**M. Carney :** Sénateur, c'est encore une fois une excellente question. Une partie de la tragédie ici est que l'objectif était de doubler le taux tendanciel de croissance à 2,5 %, et nous reconnaissons cet objectif. C'est quelque chose que nous aimerions faire aussi — en fait, nous devrions le faire. Nous avons une croissance tendancielle un peu plus élevée au Royaume-Uni, mais pas beaucoup.

Il convient d'examiner les raisons de l'échec de cet effort. Je vais faire quelques remarques à ce sujet, puis je passerai à ce que nous pouvons faire d'autre.

Je pense que l'une des principales raisons de son échec, c'est qu'il n'y avait que la moitié de l'histoire. Les responsables se sont concentrés sur les réductions d'impôts comme solution, par opposition à tous les autres travaux difficiles qui sont nécessaires pour construire la productivité au fil du temps. Pour être juste envers eux, je ne pense pas qu'ils refusaient de voir ces enjeux. Mais pour une raison politique quelconque — et je pense que, rétrospectivement, ils reconnaissent que c'était une erreur de calcul —, ils voulaient présenter les réductions d'impôts, le grand chambardement causé par ces réductions et le programme énergétique. Ils devaient ensuite élaborer un autre budget à la fin de novembre qui aurait complété d'autres aspects.

Il y a deux choses : premièrement, il semble que la stratégie de croissance ait été réduite à une stratégie de réduction d'impôts au compte-gouttes, ce qui, à mon avis, n'est pas une stratégie crédible pour l'économie du XXI<sup>e</sup> siècle.

Deuxièmement, l'ampleur des dépenses — et la plupart des dépenses étaient destinées à soutenir les ménages, comme vous le savez, comme le programme énergétique —, mais l'ampleur de ces dépenses, le fait qu'elles n'aient pas été chiffrées et que les structures institutionnelles, comme leur équivalent du Bureau du directeur parlementaire du budget, aient été écartées, ou en fait, ignorées, ont totalement miné la crédibilité. Ils sont passés à un déficit de 7 % du PIB du jour au lendemain. Ils avaient déjà un déficit courant de 7 %. Les chiffres ne correspondaient pas et ils ont fait comme si cela n'avait pas d'importance.

Je simplifie grossièrement, mais tous ces éléments ont concouru à mettre la pression sur eux, et je pense que c'est clair, en rétrospective. Cela semblait clair à l'époque aussi, et c'est certainement clair, en y repensant.

L'objectif était bon. La compétitivité fiscale a un rôle à jouer dans l'atteinte de ces objectifs. Mais si vous perdez des recettes sur le plan fiscal, vous devez réfléchir aux éléments qui sont



elements are funded. In addition, you have to use policy space, for example, in encouraging — as per the exchange with Senator Bellemare — human capital investment. I'm a strong believer that given the scale of the digital transformation particularly, we need to institutionalize, have a series of measures that support mass mid-career retraining and re-skilling for Canadians to give them the full opportunities of the new economy that's developing. We have to be careful not to spend all our time on the short term but think about the medium and long term. That's one element of it.

I do think, as well, that the exchanges on climate policy are critical because that can drive — as the chair, Senator Wallin, rightly referenced — the scale of investment that's potentially there. The only way we're going to unlock that is by, as per Senator Gignac's point, getting our big pension funds and others investing in this, but with clear and actually relatively costless policy.

We have a policy, for example, on internal combustion engine vehicles after 2035, not having sales of them. If you work backwards from that, you see the investments necessary today. Yes, there is some support that is provided for them, but we will get a return on that support many times over in terms of the competitiveness of our auto sector, not just on the emissions side.

We need the human and physical capital alongside with tax competitiveness. We can't give up on tax competitiveness.

The last point, if I may: One of the things we used to spend a great deal of time on is the marginal effect of tax breaks for investment. Now that we have the corporate rate at a pretty competitive rate, I think that more time on that would be well spent.

**Senator Smith:** Welcome, sir. It's great to see you again.

You noted in your opening remarks that the federal and provincial governments work co-operatively to produce better economic outcomes. Specifically, you noted the need to build out clean electricity capacity. We've had the problems of interprovincial trade barriers and different regulations across provincial lines. How do you assess the current state of interprovincial relations, and how can the federal government work toward reducing these barriers in creating better economic outcomes?

financés. En outre, vous devez utiliser la marge de manœuvre politique, par exemple en encourageant — comme dans l'échange avec la sénatrice Bellemare — l'investissement dans le capital humain. Je crois fermement qu'étant donné l'ampleur de la transformation numérique en particulier, nous devons institutionnaliser, avoir une série de mesures qui soutiennent le recyclage de masse en milieu de carrière et la requalification des Canadiens pour leur donner toutes les occasions de la nouvelle économie qui s'établit. Nous devons veiller à ne pas passer tout notre temps à nous concentrer sur le court terme, mais penser au moyen et au long terme. C'est un élément de la question.

Je pense aussi que les échanges sur la politique climatique sont essentiels car cela peut favoriser — comme la présidente, la sénatrice Wallin, l'a affirmé à juste titre — l'ampleur des investissements potentiels. La seule façon de débloquer ces investissements est, comme l'a souligné le sénateur Gignac, de faire en sorte que nos grands fonds de pension et autres investissent dans ce domaine, mais avec une politique claire et relativement peu coûteuse.

Nous avons une politique, par exemple, sur les véhicules à moteur à combustion interne après 2035, pour ne pas en vendre. Si vous travaillez à contresens à partir de là, vous voyez les investissements nécessaires aujourd'hui. Oui, ils bénéficient d'un certain soutien, mais ce soutien sera rentabilisé à plusieurs reprises en termes de compétitivité de notre secteur automobile, et pas seulement du point de vue des émissions.

Nous avons besoin du capital humain et physique en plus de la compétitivité fiscale. Nous ne pouvons pas renoncer à la compétitivité fiscale.

J'aurais un dernier point à soulever, si vous le permettez : l'une des choses sur lesquelles nous avions l'habitude de passer beaucoup de temps est l'effet marginal des allègements fiscaux pour l'investissement. Maintenant que le taux d'imposition des sociétés est assez compétitif, je pense qu'il serait bon d'y consacrer plus de temps.

**Le sénateur Smith :** Bienvenue, monsieur. Je suis ravi de vous revoir.

Vous avez signalé dans vos déclarations liminaires que les gouvernements fédéral et provinciaux travaillent en collaboration pour produire de meilleurs résultats économiques. Plus précisément, vous avez souligné la nécessité de renforcer une capacité d'électricité propre. Nous avons connu des problèmes de barrières commerciales interprovinciales et de réglementation différentes d'une province à l'autre. Comment évaluez-vous l'état actuel des relations interprovinciales, et comment le gouvernement fédéral peut-il travailler à réduire ces obstacles pour générer de meilleurs résultats économiques?

**Mr. Carney:** Senator Smith, thank you for the question. I feel the last time we saw each other, which was 10 years ago, you could have asked me the same question and I would have been still working for a better answer to that.

I think there are a few areas where we have to prioritize in these issues. We're not going to have a grand new economic union agreement struck, so we have to prioritize a few areas. We've talked a bit about the grid. I think we have to move from the objective to, quite frankly, a Gantt chart, if you will, of what projects can be put in place, what's necessary, how much is sharing of capacity versus build of new capacity and what's realistic in terms of future demand? I know there's some skepticism about future demand, but I think you can hair cut — at least on my numbers — our overall progress in reducing emissions through transportation and manufacturing sector and still have a considerable increase in demand. We need to get on with it and focus on what needs to be done, who needs to do what, and make this a top story.

This is going to sound slightly frivolous, but I'll make a point I made to someone the other day. When I was abroad in the U.K., I used to read the front page of the newspapers online and we went through about 18 months when virtually every day on the front of a business page was something about cannabis and the cannabis industry. Fascinating. Where is that industry now? We should have on the front page of the business section every day or every other day what's happening with our clean grid, what the issues are, who is doing what, who should do what, where the opportunities are, et cetera, in order to unlock that.

I view one around that and the second is, more broadly, on the energy transition and coming to terms. I think many of the building blocks are there, but not all of them in terms of getting emissions down in the oil sands. There is a pathway to do that. We need to finish the job on that. It's partly a federal-provincial issue, but it's also an issue, if I can simplify it, where have tremendous cash flows, profits, from that industry at the moment. Some go to government, some go to companies. How do we reinvest those as quickly as possible in getting those emissions down for the benefit of the industry, for the country as a whole and energy security more broadly in North America?

**M. Carney :** Monsieur le sénateur Smith, merci de la question. J'ai l'impression que la dernière fois que nous nous sommes vus, il y a de cela 10 ans, vous auriez pu me poser la même question et je serais encore en train de travailler à trouver une meilleure réponse.

Je pense qu'il y a quelques secteurs où nous devons établir des priorités dans ces dossiers. Nous n'allons pas conclure un nouvel accord d'union économique grandiose, alors nous devons établir des priorités dans ces domaines. Nous avons parlé un peu du réseau. Je pense que nous devons passer de l'objectif à, très franchement, un diagramme de Gantt, si vous voulez, pour savoir quels projets peuvent être mis en place, ce qui est nécessaire, quelle est la part du partage de la capacité par rapport à l'établissement d'une nouvelle capacité et ce qui est réaliste pour ce qui est de la demande future. Je sais qu'il y a un certain scepticisme au sujet de la demande future, mais je pense que vous pouvez couper — du moins selon mes données — dans nos progrès globaux en matière de réduction des émissions par l'entremise du transport et du secteur manufacturier et avoir quand même une augmentation considérable de la demande. Nous devons aller de l'avant et nous concentrer sur ce qui doit être fait, sur qui doit faire quoi et en faire un sujet d'actualité.

Cela va vous sembler légèrement frivole, mais je vais vous faire part d'une remarque que j'ai faite à quelqu'un l'autre jour. Lorsque j'étais à l'étranger au Royaume-Uni, j'avais l'habitude de lire la première page des journaux en ligne et nous avons connu une période d'environ 18 mois pendant laquelle pratiquement tous les jours, la première page d'un journal était consacrée au cannabis et à son industrie. Fascinant. Où est cette industrie aujourd'hui? Nous devrions avoir à la une de la section des affaires, tous les jours ou tous les deux jours, ce qui se passe avec notre propre réseau d'énergie propre, quels sont les problèmes, qui fait quoi, qui devrait faire quoi, où sont les occasions, et cetera, afin de débloquent cela.

L'un de ces problèmes porte sur ce sujet et l'autre, de façon plus générale, sur la transition énergétique et son aboutissement. Je pense que bon nombre des éléments de base sont là, mais pas tous en ce qui concerne la réduction des émissions dans les sables bitumineux. Il existe un moyen d'y parvenir. Nous devons terminer le travail à cet égard. C'est en partie une question fédérale-provinciale, mais c'est aussi une question, si je peux simplifier, où il y a d'énormes rentrées de fonds, des profits, de cette industrie en ce moment. Certains vont au gouvernement, d'autres, aux entreprises. Comment pouvons-nous les réinvestir le plus rapidement possible dans la réduction de ces émissions dans l'intérêt de l'industrie, de l'ensemble du pays et de la sécurité énergétique en Amérique du Nord, de façon plus générale?

It's not a comprehensive answer to your question, but I think as you start to build up these wins we can — and they're pretty big wins if we can — create an environment where we knit the economy together more clearly.

**Senator C. Deacon:** Thank you, Mr. Carney. You led the Bank of England during their transition to open banking. I want to ask you about the effect of competition reform on helping to control inflation. I'll note the Canadian bank profits increased sixfold the rate of inflation within the pandemic. Second, on spurring business investment and innovation in highly productive and intangible sectors. Thank you.

**Mr. Carney:** I think open banking or forms of open banking are critical particularly for the second. They can help with the first, but the big return is on the structural change, the financing of intangibles and the economy that comes with it.

**Senator Loffreda:** Quick question on the general economy. Back in June 2022 in a *Globe and Mail* article — and you were one of the first along with some banks to say that the risk of a global recession was uncomfortably high and Canada would fare better than most countries. Why do you think Canada will fare better than most countries? Do you still feel that is the case today? Do you have any recommendations to government to fare better? There is concern. I'm speaking to entrepreneurs and inventories are increasing, showrooms are full and warehouses are getting fuller. So there is concern on that side.

**Mr. Carney:** The short answer to why we should fair relatively better is a couple fold. One is, externally, the ties with the U.S. I do think the U.S. will head to a recession, but still in relative terms, better. Second, our labour market has come out of this initial COVID period in better shape than others in part because of the design of the mechanisms that kept people tied to their jobs. We lost fewer people in the labour force. Third, the improvement in our terms of trade. It has come off a bit, but it gives us more flexibility in terms of revenue. Fourth, strength in the financial sector is there.

I think, in terms of government, it's a common theme. But these big issues that we've been talking about — the sustainable, the digital transformation, these big projects on [Technical

Ce n'est pas une réponse exhaustive à votre question, mais je pense qu'à mesure que vous commencez à accumuler ces victoires, nous pouvons — et ce sont des victoires assez importantes si nous y parvenons — créer un environnement dans lequel nous tissons plus clairement l'économie.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci, monsieur Carney. Vous avez dirigé la Banque d'Angleterre durant sa transition vers le système bancaire ouvert. Je veux vous interroger à propos de l'effet de la réforme de la concurrence pour contribuer à maîtriser l'inflation. Je note que, comme premier objectif, les profits des banques canadiennes ont été multipliés par six par rapport au taux d'inflation pendant la pandémie. Comme deuxième objectif, on a stimulé les investissements et l'innovation des entreprises dans les secteurs hautement productifs et immatériels. Merci.

**M. Carney :** Je pense que le système bancaire ouvert ou les formes de système bancaire ouvert sont essentiels, en particulier pour le deuxième objectif. Ils peuvent contribuer au premier objectif, mais les grandes répercussions visent le changement structurel, le financement des biens immatériels et l'économie qui en découle.

**Le sénateur Loffreda :** J'ai une question rapide à poser sur l'économie en général. En juin 2022, dans un article du *Globe and Mail* — et vous étiez l'un des premiers ainsi que certaines banques à dire que le risque d'une récession mondiale était inconfortablement élevé et que le Canada s'en sortirait mieux que la plupart des pays. Pourquoi pensez-vous que le Canada s'en tirera mieux que la plupart des pays? Pensez-vous que c'est toujours le cas aujourd'hui? Avez-vous des recommandations à faire au gouvernement pour qu'il s'en sorte mieux? Il y a des inquiétudes. Je parle à des entrepreneurs et les stocks augmentent, les salles d'exposition sont pleines et les entrepôts sont de plus en plus remplis. Il y a donc des inquiétudes de ce côté-là.

**M. Carney :** La réponse courte à la question de savoir pourquoi nous devrions nous en sortir relativement mieux est double. Il y a, premièrement, sur le plan externe, les liens avec les États-Unis. Je pense que les États-Unis vont entrer en récession, mais tout de même, toutes proportions gardées, ils s'en tireront mieux. Deuxièmement, notre marché du travail est sorti de cette période initiale de la COVID en meilleure posture que d'autres, en partie à cause de la conception des mécanismes qui ont maintenu les gens liés à leur emploi. Nous avons perdu moins de personnes sur le marché du travail. Troisièmement, il y a l'amélioration de nos modalités commerciales. Elles se sont un peu allégées, mais elles nous donnent plus de souplesse en termes de revenus. Quatrièmement, la force du secteur financier est là.

Je pense que pour le gouvernement, c'est un thème commun. Mais ces grandes questions dont nous avons discuté — la durabilité, la transformation numérique, ces grands projets

difficulties] and knitting together the economy — staying the course on those and making them more tangible is one of the ways we can actually dampen the recession because of the investment that would come with that, but really accelerate out of it when the world gets to the other side.

**Senator Gignac:** Our next guest will talk a lot probably on the money supply and quantitative easing. You have been the former governor of the Bank of Canada and the Bank of England. Do you believe that this time central banks have gone way too far with the quantitative easing, or QE? This time we even go with corporate bond purchases, which was not the case when you were at the Bank of Canada 12 years ago. Some mentioned that contributes to an inequality because poor people have no stock equities and no bonds that help the rich, and that creates the winning conditions for inflation takeoff. Do you believe they went too far and slept too much on the switch before we were so [Technical difficulties].

**Mr. Carney:** There are two questions here. The first is corporate bond purchases and the general approach. I think what was less desirable during the 2020 experience were the purchases of corporate bonds and the backstopping of the corporate bond market, as opposed to liquidity into the sector so the market found its price. In other words, the price was helped to be determined by the central banks, as opposed to a market clearing price. We had a similar issue these past few weeks, at least initially, with the gilt market in the U.K. where there were purchases not liquidity against gilt, and it was a liquidity issue not a solvency issue, and it is a distinction with a difference. It is important to have markets functioning and price discovery, even if you don't like the price. I would make that point.

The second point, which is a bigger discussion, is the overall stance of policy and the contribution to the speed with which inflation has picked up. There have been some special factors in a confluence of events. If I were to put my finger on one issue, it would be less about the instruments of policy, but more about not identifying as quickly that this was a supply shock, more than a demand shock, once we reopened the economies, and we had a series of supply shocks on top of that. That combination meant moving later than desired, whatever instruments were used.

I'm grossly simplifying, and I apologize to former colleagues at the Bank of Canada for being a bit too pithy in my response, but I'm under the chair's orders.

[Difficultés techniques] et l'union économique — il faut maintenir le cap sur ces questions et les rendre plus concrètes, car c'est l'une des façons dont nous pouvons réellement atténuer la récession en raison des investissements qui en découleraient, mais vraiment accélérer la cadence pour en sortir lorsque le monde se rendra de l'autre côté.

**Le sénateur Gignac :** Notre prochain invité parlera probablement beaucoup de la masse monétaire et de l'assouplissement quantitatif. Vous avez été gouverneur de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre. Pensez-vous que, cette fois-ci, les banques centrales sont allées trop loin avec l'assouplissement quantitatif, ou l'AQ? Cette fois, on va même jusqu'à acheter des obligations d'entreprises, ce qui n'était pas le cas lorsque vous étiez à la Banque du Canada il y a 12 ans. Certains ont mentionné que cela contribue à une inégalité parce que les pauvres n'ont pas d'actions et d'obligations qui aident les riches, et cela crée les conditions gagnantes pour une poussée de l'inflation. Croyez-vous qu'elles sont allées trop loin et n'ont pas assez veillé au grain avant que nous soyons [Difficultés techniques].

**M. Carney :** Il y a là deux questions. La première porte sur les achats d'obligations de sociétés et l'approche générale. Ce qui était moins souhaitable durant l'expérience de 2020, à mon avis, a été de privilégier les achats d'obligations de sociétés et l'appui au marché des obligations de sociétés au lieu d'un apport de liquidités dans le secteur pour que le marché trouve son prix. Autrement dit, au lieu que le marché trouve son prix d'équilibre, la détermination du prix a été aidée par les banques centrales. Il y a eu un problème semblable ces dernières semaines, du moins au début, avec le marché des titres d'État au Royaume-Uni, où il y a eu des achats et non des liquidités contre des titres d'État, C'était un problème de liquidités et non de solvabilité, et c'est une distinction fondamentale. Il est important que les marchés fonctionnent et qu'il y ait une détermination des prix, même si vous n'aimez pas le prix. Je tenais à le souligner.

Le deuxième point, qui est un enjeu plus vaste, porte sur l'orientation générale de la politique et la contribution à l'accélération de l'inflation. Il y a eu des facteurs particuliers dans une convergence d'événements. Si je devais mettre le doigt sur le principal enjeu, je dirais que ce sont moins les instruments de la politique et plus l'incapacité à déceler rapidement que c'était davantage un choc d'offre plutôt qu'un choc de demande, après la réouverture des économies, et que cela s'est accompagné d'une série de chocs d'offre. Par conséquent, nous avons agi plus tard que ce qui était souhaitable, peu importe les instruments utilisés.

Je simplifie grossièrement, et je m'excuse auprès de mes anciens collègues de la Banque du Canada si ma réponse est trop incisive, mais je suis sous les ordres de la présidence.

**Senator Massicotte:** Investments in our country for over the last 10 years have been insignificant relative to the increase of our debt. In other words, the money has been spent more for the consumer side than the investment side. How do we change that to get a better result?

**Mr. Carney:** That's a fantastic question. I'll give you another statistic. In the early 1970s, 75% of the U.S. budget was spent on capital and 25% on current spending, and now it's the reverse. Those scales. Part of what we do — and it goes back to again the exchange with Senator Bellemare — is we're much clearer about what is for capital and what is for current. We move deliberately and recognize that the spending on capital, provided it's truly on capital and well spent, is a gift that keeps on giving. It is giving Canadians fish as opposed to teaching them how to fish.

**The Chair:** Thank you, Mr. Carney. We have a lot of information in here. We really appreciate you being with us.

**Mr. Carney:** Thank you, Madam Chair.

**The Chair:** For our second panel today, we have the pleasure of welcoming Mr. Steve Hanke, Professor of Applied Economics at Johns Hopkins University. He has been called “the inflation whisperer,” and he has many other talents.

Mr. Hanke, thank you for joining us today from the United States. We appreciate it. I'm wondering if you have some brief opening remarks for us.

**Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics, Johns Hopkins University, as an individual:** Madam Chair, it is great to be with you. Let me begin by simply saying that I think everyone is looking for the causes of inflation in the wrong places. We've talked about, as Mr. Carney just said, supply chain shocks. That was a big deal. COVID was a big deal. Oil prices going up, that was a big deal. Putin caused it, that was a big deal. In fact, inflation is, always and everywhere, only caused by one thing: an excessive growth in the money supply.

I just finished a study in which I looked at 157 countries, and I related the growth rate in the money supply in those countries with the inflation rates that existed in those countries from 1990 to 2021, and, bingo, what do you get? Almost a perfect one-to-one relationship between growth in the money supply and growth in inflation.

**Le sénateur Massicotte :** Ces 10 dernières années, au pays, les investissements ont été négligeables comparativement à l'augmentation de notre dette. Autrement dit, l'argent a été davantage consacré à la consommation qu'à l'investissement. Comment pouvons-nous changer cela pour obtenir de meilleurs résultats?

**M. Carney :** C'est une excellente question. Je vais vous donner une autre statistique. Au début des années 1970, 75 % du budget américain était consacré aux dépenses en immobilisations et 25 % aux dépenses courantes. Maintenant, c'est l'inverse. Ces échelles... Une partie de ce que nous faisons — ce qui nous ramène encore une fois à la discussion avec la sénatrice Bellemare —, c'est que nous faisons mieux la distinction entre les dépenses en immobilisations et les dépenses courantes. Nous agissons délibérément et nous reconnaissons que les dépenses en immobilisations, pourvu qu'elles soient faites à bon escient et à cette fin, sont un cadeau perpétuel. C'est donner du poisson aux Canadiens au lieu de leur apprendre à pêcher.

**La présidente :** Merci, monsieur Carney. Vous nous avez fourni beaucoup de renseignements. Nous vous sommes très reconnaissants de votre présence parmi nous.

**M. Carney :** Merci, madame la présidente.

**La présidente :** Pour la deuxième partie de la séance d'aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir M. Steve Hanke, professeur d'économie appliquée à l'Université Johns Hopkins. On l'a surnommé « l'homme qui murmure à l'oreille de l'inflation », et il a de nombreux autres talents.

Monsieur Hanke, merci de vous joindre à nous aujourd'hui depuis les États-Unis. Nous vous en sommes reconnaissants. Je me demande si vous avez une brève déclaration préliminaire à faire.

**Steve H. Hanke, professeur d'économie appliquée, Université Johns Hopkins, à titre personnel :** Madame la présidente, c'est un plaisir d'être avec vous. Pour commencer, permettez-moi simplement de dire que je pense que tout le monde cherche les causes de l'inflation aux mauvais endroits. Nous avons parlé des chocs de la chaîne d'approvisionnement, comme M. Carney vient de l'indiquer. C'était un grave problème. La pandémie de COVID-19 a été un grave problème. L'augmentation des prix du pétrole a été un gros problème. Cela a été causé par Poutine, c'était un grave problème. En fait, l'inflation n'a qu'une seule cause, toujours et partout : la croissance excessive de la masse monétaire.

Je viens de terminer une étude portant sur 157 pays dans laquelle je compare le taux de croissance de la masse monétaire et le taux d'inflation dans ces pays pour la période de 1990 à 2021, et, bingo! Qu'est-ce qu'on obtient? Un rapport presque parfait entre la croissance de la masse monétaire et la croissance de l'inflation.

I've also looked at all the country's post-World War II to see about these relationships, and what you find is that if there's a sustained inflation — I define "a sustained inflation" as an inflation lasting at least two years and an inflation rate that is over 4% — you find that no country with that kind of sustained inflation has experienced it unless it's been preceded by a sustained increase in the money supply. So it's all about the money supply.

If you look at Canada, what we had 10 years prior to COVID is things were pretty well behaved, and the money supply was pretty much in the zone and relatively stable. Then we had COVID hit, and the money supply started surging up, and surged up considerably early in 2020. As a result, that's why we have inflation now in Canada, because there's about a 12- to 24-month lag between the surge in the money supply and the actual inflation hitting us in the face.

That is a summary of where I'm coming from. It's all about the money supply. If the Bank of Canada wanted to hit its inflation target of 2%, the money supply in Canada should be growing at about 7% per year. If you look at the three-month annualized rates of increase in the money supply, it peaked out in June 2020 at almost 20%. So it was growing almost three times faster than would have been required if you had wanted to hit your 2% inflation target.

I know one controversial thing in Canada is the idea of running the printing press. Well, they have been running the printing press pretty hot and heavy until the past few months when the money supply growth rates have slowed down in Canada.

**The Chair:** I'm sorry, I can see the senators wanting to ask further questions of you. Thank you for those opening remarks. Our last guest, as well, said that inflation is a domestic issue, so I think we're on the same page here.

I'm going to turn over my duties to my deputy chair, Senator Deacon. I know you're going to start with a question, and then if you can take over the chair duties for us. Thank you.

**Senator Colin Deacon** (*Deputy Chair*) in the chair.

**The Deputy Chair:** Thank you.

Thank you very much, Professor Hanke, for being here. Your perspectives stand out. I'm not an economist. We're fortunate to have economists on our committee, but I'm not an economist.

**Mr. Hanke:** Senator, you have a decided advantage over the economists, your colleagues.

**The Deputy Chair:** I'm an entrepreneur, and so I need things explained to me in pretty plain language.

J'ai aussi fait une étude comparative des données de tous ces pays pour l'après-Seconde Guerre mondiale. On constate que dans une situation d'inflation soutenue — que je définis comme une période d'inflation d'au moins deux ans avec un taux d'inflation supérieur à 4 % —, tous les pays dans une telle situation d'inflation soutenue ont connu au préalable une augmentation soutenue de la masse monétaire. Donc, tout est lié à la masse monétaire.

Dix ans avant la pandémie, la situation était plutôt bonne au Canada. La masse monétaire était à peu près dans la zone souhaitable, et relativement stable. Puis, la COVID-19 a frappé. La masse monétaire a commencé à augmenter, avec une augmentation marquée au début de 2020. Voilà pourquoi nous avons maintenant de l'inflation au Canada. Nous sommes frappés de plein fouet en raison du décalage de 12 à 24 mois, environ, entre l'augmentation de la masse monétaire et l'inflation réelle.

Voilà qui résume mon point de vue. Tout est une question de masse monétaire. Si la Banque du Canada voulait atteindre sa cible d'inflation de 2 %, la masse monétaire canadienne devrait croître d'environ 7 % par année. Lorsqu'on examine le taux d'augmentation trimestriel annualisé de la masse monétaire, il a atteint un sommet en juin 2020, à près de 20 %. Sa croissance était donc presque trois fois supérieure à ce qui aurait été nécessaire pour atteindre une cible d'inflation de 2 %.

Je sais que l'idée de faire fonctionner la presse à imprimer suscite la controverse au Canada. Eh bien, la presse à imprimer a fonctionné sans relâche jusqu'à ces derniers mois, lorsqu'on a observé un ralentissement du taux de croissance de la masse monétaire au Canada.

**La présidente :** Je suis désolée, je constate que les sénateurs veulent vous poser des questions. Je vous remercie de votre déclaration. Notre dernier invité a également indiqué que l'inflation est une question nationale. Donc, je pense que nous sommes sur la même longueur d'onde.

Je vais confier la présidence au vice-président, le sénateur Deacon. Je sais que vous commencerez par une question, puis vous pourrez assurer la présidence. Je vous remercie.

**Le sénateur Colin Deacon** (*vice-président*) occupe le fauteuil.

**Le vice-président :** Je vous remercie.

Monsieur Hanke, je vous remercie beaucoup de votre présence. Vos perspectives se démarquent. Je ne suis pas économiste. Nous avons la chance d'avoir des économistes au sein du comité, mais je ne suis pas l'un d'eux.

**M. Hanke :** Sénateur, vous avez un avantage certain sur vos collègues économistes.

**Le vice-président :** Je suis entrepreneur; j'ai donc besoin qu'on m'explique les choses en langage assez simple.

I want to understand that this is causal, not correlational. Could you help take me through how you see expansion of the money supply as being a causal of inflation and not correlational?

**Mr. Hanke:** If you look at the German hyperinflation of 1923, many in Germany argued that this hyperinflation was causing the money supply to surge. By the way, out of the 62 cases of hyperinflation in world history, the one in Germany was relatively mild. It's the thirteenth highest hyperinflation in world history, but it's obviously the most famous.

There was a lot of confusion in Germany at the time, because they thought that the inflation was causing the money supply to grow. That's not the case, and the reason we know that is because of what I mentioned in my opening remarks. There is a lag between increases in the money supply and inflation, and that lag is long and variable, but it falls within a 12- to 24-month period. That's why we know the money supply is causing it, because inflation comes after you goose the money supply. You goose the money supply, and 12 to 24 months later, bingo, you get more inflation showing up in the picture.

That would be my response, senator.

**The Deputy Chair:** Thank you very much, Professor Hanke.

**Senator Loffreda:** Thank you, Professor Hanke, for being here this morning. I, too, am not an economist, but I'm a former banker, so I'll focus my questions on the banking world.

There was a consensus that inflation would be transitory, and that, as we know, was fundamentally wrong. In your opinion, why did all central banks fail to foresee the current inflation problem? Are they on the right track at this point in time? With increasing interest rates and tightening the money supply, how far should the Bank of Canada go in increasing interest rates? Any further recommendations or elaboration would be welcome.

**Mr. Hanke:** The central banks — the United States, the Bank of Canada, the Bank of England, the European Central Bank — they're all doing the same thing: They're ignoring the money supply. They cancelled the money supply.

Let me just indicate that if you look at the Governor of the Bank of Canada in recent press conferences and so on, he never mentions the word money. They don't look at the word money, and they don't even report it on a regular basis. The last money supply number I was able to get from the Bank of Canada was from July. That's old data. They're not even looking at fresh data.

D'après ce que je comprends, c'est qu'il s'agit d'un lien de cause à effet et non d'une corrélation. Pourriez-vous m'expliquer pourquoi vous considérez l'expansion de la masse monétaire comme un facteur causal de l'inflation et non un facteur corrélationnel?

**M. Hanke :** Prenons l'hyperinflation allemande de 1923. À l'époque, en Allemagne, beaucoup affirmaient que l'hyperinflation causait une augmentation de la masse monétaire. Je souligne au passage que parmi les 62 cas d'hyperinflation dans l'histoire mondiale, le cas de l'Allemagne a été relativement modéré, avec le 13<sup>e</sup> plus haut taux d'hyperinflation de l'histoire, mais c'est évidemment le cas le plus célèbre.

En Allemagne, à l'époque, la confusion régnait parce qu'on pensait que l'inflation entraînait une augmentation de la masse monétaire, ce qui n'est pas le cas, comme nous le savons, pour la raison que j'ai mentionnée dans ma déclaration. Il y a un décalage entre les augmentations de la masse monétaire et l'inflation. Ce décalage est à la fois long et variable, mais il est de l'ordre de 12 à 24 mois. Voilà pourquoi nous savons que la masse monétaire cause l'inflation, car l'inflation est consécutive à l'augmentation de la masse monétaire. Vous augmentez la masse monétaire, puis, 12 à 24 mois plus tard, on se retrouve en situation d'inflation accrue.

Voilà ma réponse, sénateur.

**Le vice-président :** Merci beaucoup, monsieur Hanke.

**Le sénateur Loffreda :** Merci, monsieur Hanke, d'être des nôtres ce matin. Je ne suis pas économiste non plus, mais je suis un ancien banquier. Je vais donc concentrer mes questions sur le monde bancaire.

Le consensus était que l'inflation serait temporaire, ce qui, comme nous le savons, était fondamentalement faux. Selon vous, pourquoi toutes les banques centrales n'ont-elles pas prédit le problème actuel de l'inflation? Sont-elles sur la bonne voie, aujourd'hui? Étant donné la hausse des taux d'intérêt et le resserrement de la masse monétaire, jusqu'où la Banque du Canada devrait-elle augmenter les taux d'intérêt? Vos recommandations ou observations sont les bienvenues.

**M. Hanke :** Les banques centrales — les États-Unis, la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne — font toutes la même chose : elles ignorent la masse monétaire. Elles ont annulé la masse monétaire.

Prenez les récentes conférences de presse du gouverneur de la Banque du Canada, par exemple. Il ne mentionne jamais la masse monétaire. La Banque ne s'en occupe pas et n'en fait pas fréquemment rapport. Les derniers chiffres sur la masse monétaire que j'ai pu obtenir de la Banque du Canada datent de juillet. Ce sont de vieilles données. On ne regarde même pas les données récentes.

If you look at, for example, Chair Powell in the United States — let me read something, because all these central bankers play off the same playbook. Most of them are saying and echoing exactly the same thing. Mr. Powell said this on September 8:

Monetary aggregates don't play an important role in our formulation of monetary policy, and we don't think they are generally a good way to think about policy or inflation.

He has repeatedly said this in the United States, and I'm getting more or less the same picture when I look at the Governor of the Bank of Canada. They are not looking at the money supply. It is not included in their macroeconomic models, and as a result, they missed the boat.

John Greenwood is a colleague of mine at Johns Hopkins and a former chief economist at Invesco in London. He and I wrote an article. It was about the United States, but we could have written the same thing about Canada. In fact, about two months ago, he and Herb Grubel did write in *Financial Post* about the Canadian situation, so it's essentially the same as the United States. John Greenwood and I wrote about a year and a half ago that inflation would end up at 6% and maybe as high as 9% in the United States. As far as I know, we were the only ones to see that, and the reason we were the only ones to see it is we were using the quantity theory of money. We were looking at the change in the money supply and how that would work through the system with this 12- to 24-month lag to give us inflation between 6% and 9% in the United States.

By the way, one good thing in this lag is that if you look at the situation in Canada, it looks to me like — given the fact that the money supply was peaking out in May, June and July 2020 in Canada at almost 20% on a three month annualized basis — you are probably hitting the peak of inflation in Canada right now. We're probably pretty much at the peak right now, and it should start slowly coming down.

I think it will run and be a problem through 2023 and probably into 2024.

**Senator Bellemare:** I will ask you my question in English so that you can understand me better.

**Mr. Hanke:** Let me just interject one thing for your information. Mrs. Hanke is a Parisian. But I don't speak French. In English, please.

**Senator Bellemare:** Okay. The quantity theory of money that you refer to is very old, as you know. Actually, a lot of international organizations and research people all agree that inflation today is a supply shock and that inflation is indeed more a real phenomenon than a money phenomenon.

Prenez par exemple M. Powell, le président de la Réserve fédérale américaine. Permettez-moi de lire quelque chose, car ces dirigeants des banques centrales s'inspirent tous du même manuel. La plupart ont exactement le même refrain. Le 8 septembre, M. Powell a dit ce qui suit :

Les agrégats monétaires ne jouent pas un rôle important dans la formulation de notre politique monétaire et nous sommes d'avis qu'ils ne sont pas, en général, une bonne façon d'aborder la politique ou l'inflation.

Il a fait ce commentaire aux États-Unis à plusieurs reprises, et je vois plus ou moins la même chose du côté du gouverneur de la Banque du Canada. Ils font abstraction de la masse monétaire. Elle n'est pas incluse dans leurs modèles macroéconomiques, et par conséquent, ils ont manqué le bateau.

J'ai rédigé un article avec John Greenwood, qui est l'un de mes collègues de l'Université Johns Hopkins et un ancien économiste en chef chez Invesco, à Londres. L'article portait sur les États-Unis, mais nous aurions pu écrire la même chose au sujet du Canada. En fait, il y a environ deux mois, Herb Grubel et lui ont écrit dans le *Financial Post* au sujet de la situation au Canada, qui est essentiellement la même qu'aux États-Unis. Il y a environ un an et demi, John Greenwood et moi avons écrit que l'inflation atteindrait 6 % voire 9 % aux États-Unis. À ma connaissance, nous étions les seuls à faire une telle prédiction, et ce, parce que nous utilisions la théorie quantitative de la monnaie. Nous sommes parvenus à un taux d'inflation se situant de 6 % et 9 %, pour les États-Unis, en examinant la variation de la masse monétaire et ses répercussions sur le système, en tenant compte du décalage de 12 à 24 mois.

Par ailleurs, par rapport à la situation du Canada, un aspect positif de ce décalage — étant donné le pic atteint en mai, juin et juillet 2020 pour la masse monétaire canadienne, à près de 20 % sur une base trimestrielle annualisée —, c'est qu'il semble que l'inflation atteint probablement son apogée au Canada actuellement. L'inflation arrive probablement à son sommet, et elle devrait commencer à redescendre lentement.

Je pense que cela perdurera jusqu'en 2023 et posera probablement problème jusqu'en 2024.

**La sénatrice Bellemare :** Je vais vous poser ma question en anglais pour que vous me compreniez mieux.

**M. Hanke :** Permettez-moi d'ajouter, à titre d'information, que mon épouse est parisienne, mais je ne parle pas français. En anglais, s'il vous plaît.

**La sénatrice Bellemare :** Très bien. La théorie quantitative de la monnaie à laquelle vous faites référence est très ancienne, comme vous le savez. En fait, beaucoup d'organismes internationaux et de chercheurs s'entendent pour dire que l'inflation qu'on observe actuellement résulte d'un choc d'offre



My question is the following: How do you reconcile the money supply with the virtual way of paying today? I'm talking about the crypto-currencies and all those things where, as you know now, the money supply is something very fluid — it's more indigenous. So how do you reconcile the new mode of payment with the money supply and the quantity theory of money?

**Mr. Hanke:** That's an excellent question. By the way, the great Frenchman, Jean Bodin, in the 16th century was the originator of the quantity theory of money. It's been refined, but it is French.

Let me talk for a minute about your first remark. You asserted that everyone or most people think that inflation is related to supply chain problems. I do not accept that conclusion, and let me give you some examples that I think will help you understand where I'm coming from.

If you look at Japan, for example, it faces the same supply chain problems as everybody else — maybe even more, by the way, than some other countries. Their inflation rate is 3% at present. Switzerland also faces the same supply chain problems as everybody else in Europe, the United Kingdom and the United States have. The Swiss inflation rate is 3.5%.

Now let's go to China. China adheres to the quantity theory of money, and their inflation rate is 2.5%. It's one of the lowest inflation rates in the world. All those countries — Japan, Switzerland and China — control their money supply, and as a result of that control, they don't experience the kind of inflation we're seeing in Canada, the United States, the United Kingdom and on the continent.

The second part of your question was about what digital currency — so-called crypto-currencies and so forth — has to do with inflation. Not very much because those are speculative assets. Things like bitcoin are not currencies. They're not reliable units of account. They're not used in many transactions at all, and, in fact, over half of the transactions are for illegal purposes — laundering money.

So they're essentially a footnote. They make a lot of noise, but they're basically irrelevant. People don't go into the store with crypto-currencies and use them in very many places. Even places where they're "highly" used, where they have very high rates of inflation like in Argentina and Venezuela, the use is very tiny.

**The Deputy Chair:** Thank you very much.

et que l'inflation est davantage un phénomène réel qu'un phénomène monétaire.

Ma question est la suivante : comment peut-on concilier la question de la masse monétaire avec les modes de paiement virtuels qui existent aujourd'hui? Je parle des cryptomonnaies et de toutes ces choses pour lesquelles la masse monétaire est très fluide, comme vous le savez. Donc, comment conciliez-vous les nouveaux modes de paiement avec la masse monétaire et la théorie quantitative de la monnaie?

**M. Hanke :** C'est une excellente question. Je souligne que la théorie quantitative de la monnaie a été élaborée au XVI<sup>e</sup> siècle par un grand Français du nom de Jean Bodin. Elle a été peaufinée, mais c'est une théorie française.

Permettez-moi de m'attarder une minute à votre premier commentaire. Vous avez affirmé que tout le monde — ou la plupart des gens — pense que l'inflation est liée à des problèmes de la chaîne d'approvisionnement. Je n'accepte pas cette conclusion. Permettez-moi de vous donner quelques exemples qui vous aideront, à mon avis, à comprendre mon point de vue.

Prenons l'exemple du Japon, qui est confronté aux mêmes problèmes de la chaîne d'approvisionnement que tout le monde, peut-être même plus, d'ailleurs, que certains autres pays. Le taux d'inflation au Japon est actuellement de 3 %. La Suisse éprouve aussi les mêmes problèmes de la chaîne d'approvisionnement que tous les autres pays d'Europe, le Royaume-Uni et les États-Unis. Le taux d'inflation suisse est de 3,5 %.

Passons maintenant à la Chine. La Chine adhère à la théorie quantitative de la monnaie, et son taux d'inflation de 2,5 % est parmi les taux d'inflation les plus faibles au monde. Tous ces pays — le Japon, la Suisse et la Chine — contrôlent leur masse monétaire, de sorte qu'ils ne connaissent pas les problèmes d'inflation qu'on observe au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et sur le continent.

La deuxième partie de votre question portait sur les liens entre les monnaies numériques — les soi-disant cryptomonnaies et autres — et l'inflation. Cela n'a pas beaucoup d'incidence, car ce sont des actifs spéculatifs. Les choses comme les bitcoins ne sont pas des monnaies. Ce ne sont pas des unités de compte fiables. Ces cryptomonnaies ne sont pas utilisées pour un volume élevé de transactions et, en fait, plus de la moitié des transactions sont effectuées à des fins illicites, comme le blanchiment d'argent.

Donc, elles se résument à une note en bas de page, essentiellement. Elles font beaucoup de bruit, mais ne sont pas pertinentes. Les gens ne vont pas au magasin avec des cryptomonnaies et ne les utilisent pas dans de nombreux endroits. Même dans les endroits où elles sont « très utilisées », dans des pays où les taux d'inflation sont très élevés, comme l'Argentine et le Venezuela, l'utilisation est minime.

**Le vice-président :** Merci beaucoup.

**Senator Yussuff:** Thank you professor for joining us today. It is true that we've probably seen one of the biggest crises in human history in this pandemic. In the United States but also with most governments around the world, the economy was pretty well shut down and governments were trying to figure out, of course, how to support the population. The money supply was there to serve a purpose.

Are you suggesting that we shouldn't have done anything in the context of the biggest human crisis we've seen in history?

**Mr. Hanke:** No, I'm not suggesting that. Let's put it this way. The government locked us down and outlawed work. They put chains around the factory gates. So the government is liable, in my view, for compensating people for the damages associated with the mandates they put on people when they locked them down.

Now the question is how to finance that. If you want to avoid inflation, you increase government spending. Okay, that's probably going to increase the deficit, so how do you finance that? You issue more bonds, but you sell the bonds to the general public, and if you do that, you don't get inflation. If you sell the bonds to the central bank, which happened in the United States and in Canada, that deficit is monetized. Money is created, and it's money that creates inflation. It gets back to my original introductory remarks. You can't have inflation unless you have the excess production of money. And we had the excess production of money because as this COVID spending occurred and deficits occurred, the central bank stepped in and bought the bonds. They monetized the deficits and created this surge in the money supply. If the bonds had been sold to the general public — to you, senator, and me — we would not have had inflation because the money supply would not have changed.

**The Deputy Chair:** Thank you very much. It's wonderful to think of you supporting the Canadian economy in that way, Professor Hanke.

**Senator Marshall:** Thank you very much for your comments on the Bank of Canada buying all those government bonds. That leads into my question. There's still \$370 billion on the books of the Bank of Canada, and what the bank is doing is letting the bonds roll off as they mature. But I think the last bond issue to mature is going to be in 2064.

Is there any benefit to the bank selling those bonds or are there any disadvantages, because some people are calling for the Bank of Canada to sell those bonds while others say, no, they should let them mature? What are the advantages? I keep bringing the topic up, and I haven't really gotten a good response. Are there any benefits? Is that something that would benefit the economy, or it doesn't make any difference?

**Le sénateur Yussuff :** Nous vous remercions, monsieur Hanke, de vous joindre à nous aujourd'hui. Pendant la pandémie, nous avons probablement connu la pire crise de l'histoire. Aux États-Unis et ailleurs dans le monde, l'économie était paralysée et les gouvernements tentaient de trouver le moyen d'aider la population. La masse monétaire a servi à quelque chose.

Est-ce que vous laissez entendre que nous n'aurions dû rien faire dans le contexte de cette grande crise humanitaire historique?

**M. Hanke :** Non, ce n'est pas ce que je dis. Le gouvernement nous a fait fermer et a interdit le travail. Il a placé des chaînes sur les portes des usines. Ainsi, le gouvernement est responsable, à mon avis, d'offrir une compensation aux gens pour les préjudices subis en raison de ces fermetures.

Il reste à savoir comment financer tout cela. Si l'on veut éviter l'inflation, on augmente les dépenses du gouvernement. Cette mesure fera probablement augmenter le déficit; comment peut-on financer cela? On émet plus d'obligations, mais si on les vend au grand public, il n'y a pas d'inflation. Si on les vend à la banque centrale — ce qui s'est passé aux États-Unis et au Canada —, alors le déficit est monétisé. On crée de l'argent, ce qui crée l'inflation. Cela revient à mon discours préliminaire. L'inflation n'est pas possible sans une production excédentaire d'argent, qui a été possible parce que la banque centrale a acheté les obligations alors qu'il y avait ces dépenses et déficits associés à la COVID. La banque a monétisé les déficits et a créé cette augmentation de la masse monétaire. Si les obligations avaient été vendues au grand public — à vous et moi, sénateur —, il n'y aurait pas eu d'inflation parce que la masse monétaire n'aurait pas changé.

**Le vice-président :** Merci beaucoup. C'est merveilleux de penser que vous puissiez soutenir l'économie canadienne de cette façon, monsieur Hanke.

**La sénatrice Marshall :** Nous vous remercions pour vos commentaires sur l'achat des obligations du gouvernement par la Banque du Canada. Cela m'amène à ma question. Il y a toujours 370 milliards de dollars dans les livres de la Banque du Canada, qui laisse les obligations aller alors qu'elles prennent de la maturité. Mais je crois que la dernière obligation atteindra la maturité en 2064.

Y a-t-il des avantages ou des inconvénients associés à la vente de ces obligations? Certaines personnes demandent à la Banque du Canada de les vendre tandis que d'autres disent qu'il faudrait les laisser prendre la maturité. Quels sont les avantages? J'ai souvent posé la question, mais je n'ai pas obtenu de réponse satisfaisante. Y a-t-il des avantages? Est-ce que l'économie pourrait en profiter ou cela ne changerait rien?

**Mr. Hanke:** Madam, that's a good question, because the key is whether they let these roll off, that gives a certain speed to the shrinkage of the balance sheet of the Bank of Canada. If they sold them, of course, they would accelerate the shrinkage.

The question is: How fast is the money supply growing, M2++ in Canada, that broad measure of money? They should be trying to hit a target of around 6 or 7% growth. That's the answer to your question. They look at the money supply and they gauge how fast they're either letting these bonds run off, or if the money supply is growing too fast, maybe they would want to sell a few of the bonds. The key to hitting the inflation target of 2% requires growth in the money supply measured in Canada by M2++ at around 6 or 7%. That's the answer.

Another thing that you've reminded me of, since the Bank of Canada has missed their inflation target by a mile — I mean, the inflation up there is almost 7%, 6.9%, the headline inflation — that's a good bit higher than the 2% target. I'm telling you, if the Bank of Canada was an army and it missed the target by that much, there would be what they call an after-action report — the military has these — to figure out what went wrong and there probably would be a court martial.

**Senator Marshall:** Could I ask one follow-up question? You're looking at all these financial records and financial statements. Do you think that the bank has a plan with regard to getting those bonds off their balance sheet, or do you think they're just sitting back and saying, oh, we'll just let them roll off, whenever they roll off, they roll off?

Can you tell whether they have a plan? I mean I can't tell.

**Mr. Hanke:** No, they don't have a plan. The only way you could have a plan that made any sense is to be looking at the growth rate of the money supply and gauging what you should do with the balance sheet, the quantitative tightening. By the way, what they should be doing is looking at that and gauging it and feeling your way along so that you hit the money supply target.

The problem is the governor is not looking at the money supply. He doesn't even mention it. When he has a press conference, does he ever mention money? No.

**Senator Marshall:** Thank you.

**The Deputy Chair:** Thank you very much, Professor Hanke, you're certainly very clear in your responses, and it's really helping us.

**Senator Gignac:** Welcome to our guests. Thank you for sharing your thoughts. As an economist, from an intellectual point of view, I found your comments very interesting.

**M. Hanke :** C'est une bonne question, madame la sénatrice. Si la banque laisse aller les obligations, son bilan diminue à une certaine vitesse; si elle les vend, la diminution sera plus rapide.

La question est la suivante : à quelle vitesse la masse monétaire croît-elle, selon M2++, la mesure générale de l'argent au Canada? L'objectif devrait être une croissance de 6 ou 7 %. C'est la réponse à votre question. La banque utilise la masse monétaire pour déterminer si elle doit laisser aller les obligations ou si elle doit en vendre quelques-unes, parce que la masse monétaire augmente trop rapidement. La clé, pour atteindre la cible de 2 % d'inflation, c'est une croissance de la masse monétaire — calculé par M2++ au Canada — de l'ordre de 6 ou 7 %. Voilà la réponse.

Vous m'avez aussi fait penser à une chose : comme la Banque du Canada a complètement raté sa cible en matière d'inflation, qui est de près de 7 %... 6,9 % d'inflation globale... C'est beaucoup plus élevé que l'objectif de 2 %. Si la Banque du Canada était une armée et qu'elle avait à ce point raté sa cible, elle devrait produire un compte rendu après action pour tenter de déterminer ce qui s'est passé, et elle devrait probablement s'adresser à la cour martiale.

**La sénatrice Marshall :** Est-ce que je peux vous poser une autre question? En regardant les documents et les états financiers, croyez-vous que la banque a un plan? Est-ce qu'elle prévoit éliminer les obligations de son bilan ou elle ne fait qu'attendre que les obligations s'éliminent?

Pouvez-vous nous dire si la banque a un plan? Je n'arrive pas à le savoir.

**M. Hanke :** Non, elle n'a pas de plan. La seule façon d'avoir un plan logique serait d'examiner le taux de croissance de la masse monétaire pour prendre une décision au sujet du bilan et faire ce qu'on appelle le resserrement quantitatif. Elle devrait évaluer la situation et prendre des mesures afin d'atteindre la cible relative à la masse monétaire.

Le problème, c'est que le gouverneur ne tient pas compte de la masse monétaire. Il n'en parle même pas. Est-ce qu'il parle d'argent dans ses conférences de presse? Non.

**La sénatrice Marshall :** Merci.

**Le vice-président :** Merci beaucoup, monsieur Hanke. Vos réponses sont très claires, et nous aident beaucoup.

**Le sénateur Gignac :** Je souhaite la bienvenue à nos invités. Nous vous remercions de nous faire part de vos commentaires. En tant qu'économiste, je les trouve très intéressants.

This is the second time the central banks go all in with quantitative easing. The first time was, as you know, during the financial crisis of 2008, and in the interview you gave to *The Wall Street Journal*, you point out that in 2008, 2010-11, they have not been followed by money supply acceleration, because the banking system was in trouble. Correct me if I'm wrong. But this time the banking was very well capitalized and no problem, they can lend money.

Is it a lesson to be learned that, one, you have a recession, the central bank should act differently with the QE, depending on the shape — not the shape, but the health of the situation of the banking system? Because the banks are the transmission mechanism concentrating on consumers and businesses. Has the central bank made a mistake this time, because what worked very well in 2008 to 2011 did not create a recession or inflation. This time, however, they have gone with the same recipe, but they have created inflation.

Is the difference the fact that the central banks have not considered the situation of the banking system, which was completely different at that time compared to now? I am trying to have a lesson learned for the next crisis, if you want.

**Mr. Hanke:** Senator, you've explained and understood exactly what the problem was in 2008 versus 2020. What you had in 2008 was precisely that the banking system was viewed as being a problem. Especially in the United States where remember Lehman collapsed, and the politicians in Washington put the blame on banks and bankers and they tightened up the regulations on the banks and squeezed the banks.

The contribution of the banks in the United States to the money supply actually went down; it was going negative. The central bank, the fed, came in with quantitative easing in one, two and three that mitigated the problem of the collapsing banking system.

That wasn't the case in COVID, because the banks were healthy, lending a lot of money and contributing to the money supply. Then the central banks came in on top of it, and that's why you had this huge monetary excess created. It was central banks that made the problem.

From 2010 until 2020, the Bank of Canada was only contributing about 3% to the broad money supply in Canada. Most people don't realize it, but commercial banks produce most of the money in Canada, not the Bank of Canada. And then COVID came, and since 2020 the Bank of Canada has contributed 46% of the total broad money being produced in Canada. So they've flipped the thing around. You can see it's obvious. They've gone way overboard and produced way too much money, the Bank of Canada. They're contributing almost 50% of the growth in the Canadian money supply, broadly measured, since 2020.

C'est la deuxième fois que les banques s'adonnent entièrement à l'assouplissement quantitatif. La première fois, c'était pendant la crise de 2008. Dans une entrevue que vous avez accordée au *Wall Street Journal*, vous avez fait valoir qu'en 2008, 2010 et 2011, il n'y avait pas eu d'accélération de la masse monétaire, parce que le système bancaire était en difficulté. Corrigez-moi si je me trompe, mais cette fois-ci, les banques avaient suffisamment de capitaux et pouvaient prêter de l'argent sans problème.

Est-ce qu'on devrait tirer la leçon suivante : en cas de récession, la banque centrale devrait procéder autrement avec l'assouplissement quantitatif, selon l'état du système bancaire? Les banques représentent le mécanisme de transmission qui se centre sur les consommateurs et les entreprises. Est-ce que la banque centrale a commis une erreur cette fois, parce que ce qui a très bien fonctionné en 2008 et jusqu'à 2011 n'a pas donné lieu à une récession ou à l'inflation ? Cette fois-ci, par contre, elle a utilisé la même recette, mais a créé de l'inflation.

Est-ce que c'est parce que les banques centrales n'ont pas tenu compte de l'état du système bancaire, qui est complètement différent aujourd'hui? J'essaie de tirer une leçon, pour la prochaine crise, si l'on veut.

**M. Hanke :** Monsieur le sénateur, vous avez bien compris et expliqué le problème de 2008 par rapport à celui de 2020. En 2008, on jugeait que le système était à la source du problème. C'était surtout le cas aux États-Unis. Rappelez-vous lorsque la banque Lehman s'est effondrée et que les politiciens à Washington ont blâmé les banques et les banquiers, et ont ensuite resserré les règlements.

La contribution des banques à la masse monétaire des États-Unis a chuté; elle allait afficher un solde négatif. La banque centrale a appliqué l'assouplissement quantitatif un, deux et trois pour éviter l'effondrement du système bancaire.

La situation n'était pas la même pour la COVID, parce que les banques étaient dans une bonne posture; elles prêtaient beaucoup d'argent et contribuaient à la masse monétaire. Les banques centrales ont elles aussi apporté leur contribution. C'est pourquoi on a créé un énorme excédent monétaire. Ce sont les banques centrales qui ont créé le problème.

De 2010 à 2020, la Banque du Canada ne contribuait qu'à hauteur d'environ 3 % à la masse monétaire du Canada. La plupart des gens ne le réalisent pas, mais les banques commerciales — et non la Banque du Canada — produisent la majeure partie de l'argent au Canada. La COVID a frappé et depuis 2020, la contribution de la Banque du Canada à la production d'argent au pays est de l'ordre de 46 %. La situation a donc été renversée. C'est évident. Elle est allée trop loin et a produit beaucoup trop d'argent. Sa contribution à la masse monétaire canadienne est de près de 50 % depuis 2020.

So you understand the thing perfectly.

**Senator Gignac:** It's not the tool, the instrument tool, quantitative easing problem; it's a mistake in judgment that this time it was not necessary to go as far as they have gone because the banking system was in good shape and the transmission mechanism is not broken. This is what I think I have understood from your testimony, the problem is not the quantitative easing per se, the problem is the amplitude and size they have done that was not necessary to do. This is what I learned, because this is the second time they use quantitative easing. I don't know when they can use it again, but this is the nuance I understand about the relationship between quantitative easing, money supply and inflation. That depends on the transmission mechanism and the situation of the banking system. This is what I understood.

**Mr. Hanke:** That's exactly correct.

**The Deputy Chair:** Mr. Hanke, if I could, I'm going to interject for a second before Senator Loffreda. Your clarity is greatly received, especially by someone like me. Plain language as best as we can here.

We're in the situation we're in with inflation. We're seeing inflation peaking, as you noted. I also noted that much earlier in your career you were an adviser to former president Ronald Reagan, one of his economic advisers at a time that I very much remember, and I think a lot of us in this room remember had exceedingly high interest rates and significant instability to fight inflation. We're seeing the question right now about where interest rates are going in this country and I think in your country as well to continue to fight inflation.

Now that we are where we are, how are you seeing that as a strategy in the fight for inflation or the fact that because we are seeing a better management of money — well, I guess that's an assumption I shouldn't make, but you have indicated there may be an improvement in how the bank is managing the money supply. How do you see that as a strategy moving forward?

**Mr. Hanke:** Well, let me quote the dean of monetarism and my old mentor the late Milton Friedman. Friedman said monetary policy is not about interest rates. It's about the growth in the quantity of money.

Now, let me give you some examples from the United States. The problem is there is a very tenuous, uncertain, fuzzy relationship between changes in interest rates and changes in the money supply, and it's the money supply that really counts.

In the United States, in 1964, the federal funds rate — that's the rate of interest that the central bank controls — increased from 3.4% to 5.8% and the money supply never slowed down.

Vous avez donc parfaitement compris la situation.

**Le sénateur Gignac :** Le problème, ce n'est pas l'instrument ou l'assouplissement quantitatif, mais bien une erreur de jugement. Il n'était pas nécessaire d'aller aussi loin parce que le système bancaire était en bonne posture et que le mécanisme de transmission n'était pas défectueux. C'est ce que j'ai compris de votre témoignage. Le problème n'est pas l'assouplissement quantitatif en soi, mais bien l'ampleur des mesures qui ont été prises, et qui n'étaient pas nécessaires. C'est ce que j'ai appris, parce qu'il s'agit de la deuxième fois que l'on a recours à une telle mesure. Je ne sais pas quand on l'utilisera à nouveau, mais c'est la nuance relative à la relation entre l'assouplissement quantitatif, la masse monétaire et l'inflation. Tout dépend du mécanisme de transmission et de la situation du système bancaire. C'est ce que j'ai compris.

**M. Hanke :** Vous avez tout à fait raison.

**Le vice-président :** Monsieur Hanke, si vous me le permettez, j'aimerais intervenir rapidement, avant de céder la parole au sénateur Loffreda. J'aime la clarté de vos propos. Nous utilisons le plus possible un langage simple ici.

Voilà où nous en sommes avec l'inflation. Elle est très élevée, comme vous l'avez fait valoir. J'ai constaté qu'au début de votre carrière, vous avez été conseiller de l'ancien président Ronald Reagan. Vous étiez l'un de ses conseillers économiques à une période où — je m'en souviens très bien et je crois que bon nombre des membres du comité s'en souviennent également — les taux d'intérêt étaient excessivement élevés et l'instabilité était grande. On tentait de lutter contre l'inflation. À l'heure actuelle, on se pose des questions sur les taux d'intérêt dans notre pays et dans le vôtre aussi, je crois, en ce qui a trait à la lutte contre l'inflation.

Étant donné la situation actuelle, comment percevez-vous une telle mesure à titre de stratégie pour lutter contre l'inflation? Comme l'argent est aujourd'hui mieux géré... Je ne devrais peut-être pas émettre une telle hypothèse, mais vous avez laissé entendre qu'il y avait peut-être une amélioration dans la façon dont la banque gérait la masse monétaire. S'agit-il d'une bonne stratégie pour l'avenir, à votre avis?

**M. Hanke :** Permettez-moi de citer le doyen du monétarisme et mon ancien mentor, le regretté Milton Friedman, qui avait dit que les politiques monétaires ne visaient pas les taux d'intérêt, mais bien l'augmentation de la quantité d'argent.

Je vais vous donner quelques exemples des États-Unis. Le problème, c'est la relation très précaire, incertaine et floue entre le changement des taux d'intérêt et le changement de la masse monétaire. C'est la masse monétaire qui compte réellement.

Aux États-Unis, en 1964, le taux des fonds fédéraux — le taux d'intérêt contrôlé par la banque centrale — était passé de 3,4 à 5,8 %, et la masse monétaire n'avait pas diminué. Cela revient à

It's back to the prior discussion that I had with the senator. The commercial banks were healthy; they were loaning money. Interest rates went up. The money supply really never slowed down. The interest rate on federal funds went from 3.4% up to 5.8%. Unemployment actually went down from 5.1% to 3.6%. The economy was booming because the money supply never slowed down.

In 1984, the federal funds rate went from 9.6% in the U.S. to 11.6%, but the money supply never slowed down. The economy boomed. Unemployment went down from 7.8% to 7.5%.

The same thing happened in 1993-95. The federal funds rate doubled from 3% to 6%, and the economy kept booming. The money supply was growing. Unemployment went down from 6.5% to 5.8%.

Again, back to Friedman's point, monetary policy is not about interest rates. Everybody is obsessed with interest rates. Everybody should be obsessed with watching the money supply, but the data aren't even produced by the Bank of Canada. If you look at the website, it's out of date. They're not even reporting current monetary data.

By the way, the quality of the website of the Bank of Canada is terrible. I look at these central bank websites all the time, and to find stuff on the Bank of Canada's website, it takes a magician almost to figure out what's going on. Mr. Chairman, they need a good entrepreneur in there to fix the website.

**The Deputy Chair:** I always look for the gold standard. Who do you see as having the gold standard for a central bank's website? Who has the gold standard?

**Mr. Hanke:** The U.S. isn't too bad. Singapore is always gold.

**The Deputy Chair:** Thank you very much.

**Senator Loffreda:** Professor Hanke, you've made a strong point on the main cause of inflation being the money supply, and you did state if bonds were sold to the general public instead of the Bank of Canada, we would have no inflation because there would be no change in the money supply.

My question is: Do we have enough resources, capacity, and most of all engagement by the general public to do so? Market interest rates were before COVID — during COVID, when COVID peaked, market interest rates were so low, and the average return on the equity markets has been 10% forever. Who would have bought these bonds? Obviously, you can issue bonds at whatever rate you feel is necessary, but again you're disturbing the market and creating a secondary market. We can go back — hindsight is 20/20. I've said it forever — we have to

la discussion que j'ai eue avec le sénateur tout à l'heure. Les banques commerciales se portaient bien; elles prêtaient de l'argent. Les taux d'intérêt ont augmenté. Le taux de chômage est passé de 5,1 à 3,6 %. L'économie était florissante parce que la masse monétaire est demeurée élevée.

En 1984, le taux des fonds fédéraux est passé de 9,6 à 11,6 %, mais la masse monétaire n'a pas diminué. L'économie a connu une forte croissance. Le taux de chômage est passé de 7,8 à 7,5 %.

Il s'est passé la même chose en 1993-1995. Le taux des fonds fédéraux a doublé et est passé de 3 à 6 %, et l'économie continuait de croître. La masse monétaire aussi. Le taux de chômage est passé de 6,5 à 5,8 %.

Pour revenir au point soulevé par M. Friedman, les politiques monétaires ne visent pas les taux d'intérêt, qui obsèdent tout le monde, alors qu'on devrait plutôt se soucier de la masse monétaire. Or, la Banque du Canada ne produit même pas ces données. Elles sont désuètes sur son site Web. La Banque du Canada ne présente même pas de données monétaires à jour.

En passant, la qualité du site Web de la Banque du Canada est terrible. Je consulte les sites Web des banques centrales régulièrement, mais pour trouver de l'information sur celui de la Banque du Canada, il faut être un magicien. Monsieur le président, il faudrait embaucher un bon entrepreneur pour régler ce problème.

**Le vice-président :** Je cherche toujours la norme de référence. Quel serait le meilleur site Web d'une banque centrale?

**M. Hanke :** Les États-Unis s'en tirent assez bien. Singapour remporte la palme.

**Le vice-président :** Merci beaucoup.

**Le sénateur Loffreda :** Monsieur Hanke, vous avez clairement exprimé votre opinion au sujet de la masse monétaire à titre de principale cause de l'inflation. Vous avez dit que si les obligations avaient été vendues au grand public plutôt qu'à la Banque du Canada, il n'y aurait pas eu d'inflation, parce que la masse monétaire n'aurait pas bougé.

Ma question est la suivante : est-ce que les ressources, la capacité et surtout l'engagement de la population sont suffisants pour le faire? Avant la COVID... pendant la COVID, lorsqu'elle a atteint son sommet, les taux d'intérêt du marché étaient très bas, et le rendement moyen associé aux marchés des actions a toujours été de 10 %. Auriez-vous acheté ces obligations? On peut évidemment émettre des obligations à n'importe quel taux, mais on bouleverse le marché et l'on crée un marché secondaire. Nous pouvons revenir en arrière... Tout est toujours plus clair

be more agile and more targeted. We are doing so right now. I would like to have your insight on that.

**Mr. Hanke:** Well, you can sell anything if the price is right.

**Senator Loffreda:** The price being right is the issue. When we were in COVID and COVID had started, the interest rates were so low, and now, yes, we've had some hikes, but who would have bought these bonds?

**Mr. Hanke:** You would have because you and I would have demanded higher interest rates. We would have bought them.

**Senator Loffreda:** It would have caused higher interest rates. If the government is issuing billions of dollars for higher interest rates, we're there anyway where we are right now.

**Mr. Hanke:** It's clear if the government had sold the bonds to the general public rather than the Bank of Canada, the interest rates would have gone up, but so what? You wouldn't have had inflation. Inflation, by the way, is a tax.

**Senator Loffreda:** Well, deflation is the enemy, right? In other words, you're locked down; we have a pandemic. I'm not a medical expert. Like I said, I'm a former banker. I've always said deflation was the enemy. Nobody wants inflation, but you don't want deflation either. So you're locked down and you're increasing interest rates. I think looking back, my argument would be — I'm not going to argue with you as to the main cause of inflation. I've said it always — excess liquidity, scarce resources, expectations. You need to manage all three accordingly.

At this point, looking back, yes the money supply, we could have managed that differently, but for it to be the main cause, I would argue this point with you.

**Mr. Hanke:** I think it's not the main cause. It's the only cause.

**Senator Loffreda:** Well, my argument would be even bigger at that point.

**Mr. Hanke:** Again, if you want to spend the money and you don't want to monetize the deficit created by the government expenditures, you have to sell the bonds to the general public. If you do that, the general public, as you know as a former banker, they're going to be demanding higher interest rates. But you're not going to get inflation.

après coup. Je l'ai toujours dit : nous devons faire preuve de plus de souplesse et agir de façon plus ciblée. C'est ce que nous faisons à l'heure actuelle. J'aimerais savoir ce que vous en pensez.

**M. Hanke :** Tout peut se vendre à bon prix.

**Le sénateur Loffreda :** C'est dans le prix que réside l'enjeu. Au début de la pandémie de COVID, les taux d'intérêt étaient très bas et aujourd'hui, ils sont plus élevés, mais qui aurait acheté ces obligations?

**M. Hanke :** Vous les auriez achetées, parce que vous et moi aurions exigé des taux d'intérêt plus élevés. Nous les aurions achetées.

**Le sénateur Loffreda :** Cela aurait fait monter les taux d'intérêt. Si le gouvernement émet des milliards de dollars et fait monter les taux d'intérêt, nous nous retrouverons de toute façon dans la situation dans laquelle nous nous trouvons maintenant.

**M. Hanke :** Il est clair que si le gouvernement avait vendu ces obligations au grand public plutôt qu'à la Banque du Canada, les taux d'intérêt auraient augmenté, mais que serait-il arrivé alors? Il n'y aurait pas eu d'inflation. L'inflation, soit dit en passant, est une taxe.

**Le sénateur Loffreda :** Eh bien, c'est la déflation qui est l'ennemi, n'est-ce pas? En d'autres termes, nous sommes coincés; nous sommes en pleine pandémie. Je ne suis pas médecin. Comme je l'ai dit, je suis un ancien banquier. J'ai toujours dit que c'était la déflation l'ennemi. Personne ne veut d'inflation, mais on ne veut pas de déflation non plus. Donc nous sommes coincés, et les taux d'intérêt augmentent. Je pense qu'avec le recul, mon argument serait — je ne débattrai pas avec vous de la cause principale de l'inflation... Je l'ai toujours dit : un surplus de liquidités, des pénuries de ressources, les attentes. Il faut gérer les trois avec cohérence.

À ce stade, en rétrospective, oui il y a la masse monétaire, et nous aurions pu la gérer différemment, mais que ce soit la cause principale? Je ne serais pas d'accord avec vous.

**M. Hanke :** Je ne pense pas que ce soit la cause principale. C'est la seule cause.

**Le sénateur Loffreda :** Alors je serais encore moins d'accord avec vous.

**M. Hanke :** Encore une fois, si vous voulez dépenser de l'argent et que vous ne voulez pas monétiser le déficit créé par les dépenses du gouvernement, vous devez vendre les obligations au grand public. Si vous le faites, le grand public, comme vous le savez en tant qu'ancien banquier, va exiger des taux d'intérêt plus élevés. Mais il n'y aura pas d'inflation.

By the way, let me make this point. Inflation is a tax, and it is a very regressive tax because the people who get screwed are the little guys who are spending 100% of their money, because those are the people who have to go to the market and get hit in the face with higher prices for 100% of what they spend. Now, who benefits from the inflation? The rich guys, because there is a lag between changes in the money supply and changes in asset values, commodity prices, equities, housing. All of these things have shot up, and there is a lag of about one to nine months. Once you goosed the money supply early in 2020, the stock market, boom, it went up. Housing prices, boom, they went up. The commodity prices all went boom; they went up.

So the people with money who have invested in assets benefited from this very regressive inflation tax that has been imposed on the public due to the huge mistake of the Bank of Canada, because the Bank of Canada in COVID should have been steady as she goes. Prior to COVID, they were doing okay. They should have kept the money supply growing at about the same rate that it had been. The problem is they weren't looking at the money supply.

**Senator Loffreda:** I do respect your opinion and thank you for being here. I do agree inflation is not good and it just widens the gap between the haves and the have-nots. I repeat, there are many causes for inflation. I believe that scarce supplies and the expectations at this point are driving it. But thank you for being here and thank you for your opinion, which is well noted.

**Senator Massicotte:** Thank you, professor, for being with us. I'm not an economist but I do quite a bit of reading on economic matters. I'm not an expert but I do know that 30 or 40 years ago we dropped the measurement of monetary growth because, obviously, better minds thought it wasn't relevant anymore. We redefined the definition of all kinds of different forms of growth from different changes, but again today — the experts I listen to, anyway — tell me that it's not relevant; it's not the key factor. What is your comment to that?

**Mr. Hanke:** Well, this relates to my opening remarks, and that is that the profession has basically cancelled the money supply idea and the quantity theory of money. Even if you go back to my old friend, John Crow, when he was the Governor of the Bank of Canada, the models they used when John was the governor did not include the money supply, just like now. But what did John say? He always said, "Well, I always look over my shoulder to see what is going on with the money supply." And the money supply when he was the governor was pretty well-behaved.

D'ailleurs, permettez-moi de vous faire une remarque. L'inflation est une taxe, et c'est une taxe très régressive parce que ceux qui en souffrent le plus sont les plus démunis qui dépensent déjà 100 % de leur argent, parce que ce sont ces personnes qui se prennent en plein visage des prix plus élevés sur le marché pour 100 % de ce qu'elles dépensent. En revanche, qui profite de l'inflation? Ce sont les riches, parce qu'il y a un décalage entre les changements dans la masse monétaire et les changements dans la valeur des actifs, les prix des matières premières, les actions, les prix des logements. Toutes ces choses ont augmenté, et il y a un décalage d'un à neuf mois environ. Quand vous avez fait augmenter la masse monétaire au début de 2020, le marché boursier a explosé, boum! Les prix de l'immobilier ont explosé. Les prix des matières premières ont tous explosé.

Donc, les gens qui ont de l'argent et qui ont investi dans des actifs ont bénéficié de cette taxe d'inflation très régressive qui a été imposée au public par l'énorme erreur de la Banque du Canada, parce que la Banque du Canada aurait dû maintenir la stabilité pendant la pandémie de COVID. Avant la COVID, cela allait. Elle aurait dû maintenir la croissance de la masse monétaire à peu près au même niveau qu'avant. Le problème, c'est qu'elle n'a pas tenu compte de la masse monétaire.

**Le sénateur Loffreda :** Je respecte votre opinion et je vous remercie d'être ici. Je suis d'accord pour dire que l'inflation n'est pas une bonne chose et qu'elle ne fait que creuser le fossé entre les bien nantis et les démunis. Je le répète, les causes de l'inflation sont nombreuses. Je pense que la rareté de l'offre et les attentes en sont le principal moteur actuellement. Mais je vous remercie d'être ici et je vous remercie de votre opinion, dont nous prenons bonne note.

**Le sénateur Massicotte :** Merci d'être avec nous, monsieur. Je ne suis pas économiste, mais je lis beaucoup sur les questions économiques. Je ne suis pas un expert, mais je sais qu'il y a 30 ou 40 ans, nous avons cessé de mesurer la croissance monétaire parce que, manifestement, de grands esprits estimaient que ce n'était plus pertinent. Nous avons redéfini diverses formes de croissance à partir de divers changements, mais aujourd'hui encore, les experts que j'écoute, à tout le moins, me disent que ce n'est pas pertinent, que ce n'est pas le facteur déterminant. Qu'en pensez-vous?

**M. Hanke :** Eh bien, je vous renvoie à ma déclaration préliminaire. La profession a pour ainsi dire annihilé le concept de la masse monétaire et la théorie quantitative de la monnaie. Pensez simplement à mon vieil ami, John Crow, à l'époque où il était gouverneur de la Banque du Canada. Les modèles que la banque utilisait à l'époque ne tenaient pas compte de la masse monétaire, et c'est toujours la même chose maintenant. Mais que disait-il? Il disait toujours : « Je suis toujours un peu de loin ce qui se passe avec la masse monétaire. » Et la masse monétaire, quand il était gouverneur, évoluait assez bien.



Why is this? This gets into a very interesting question. The central bankers don't want to talk about the money supply, and they want to claim that everything under the sun causes inflation but the money supply. The reason for that is because they are the ones responsible for the growth in the money supply. If it gets out of control, and you have inflation, they don't want to be blamed for it. That's what's going on now. They want to cancel this idea that the money supply has anything to do with inflation, because they're the ones who produce the money and control monetary policy.

They don't want the noose around their neck. They know the public is mad as hell about inflation, and they don't want the public coming after the central bank. They want the public to say, "Oh, it's those supply chains; oh, it's the war in Ukraine; it's Putin; it's oil prices." So forth and so on. Anything but them.

**Senator Massicotte:** I hope you're wrong, but I appreciate your advice.

**Senator Marshall:** I'll make a confession. I'm not an economist either; I'm just an accountant.

I've been using the website of the Bank of Canada quite a bit and looking at those bonds, so I guess if they sold them off, they would have to sell them at a discount, because the rates are so low.

Just listening to you talk, I find it very ironic. I see irony in all of this, because the people who created the problem — and I look at the government and the Bank of Canada as partners in this, so they've created the problem, and now we're looking to them to fix the problem? I don't know if you want to comment on that, but I had a bit of confidence before I came to this meeting. I'm not so sure anymore.

If you have any comments on that, I would appreciate it. If you don't, well, I can understand that also.

**Mr. Hanke:** I have two comments: One is that the only prerequisite for any of my courses in economics is accounting. If you can't understand accounting, you can't understand economics, period. That's Point Number 1.

Point Number 2 is that if these people created the problem and are unwilling to go back and look at what caused the problem and understand it, I have very little confidence that they know what's going on.

These governors of these central banks and the chairman of Federal Reserve, they're flying blind. They're flying blind, because they're not looking at the money supply. It's like flying

Pourquoi? C'est une question très intéressante. Les dirigeants des banques centrales ne veulent pas parler de la masse monétaire, et ils prétendent que tout, sauf la masse monétaire, provoque l'inflation. La raison en est que ce sont eux qui sont responsables de la croissance de la masse monétaire. Quand elle s'emballe et qu'il y a de l'inflation, ils ne veulent pas en être tenus responsables. C'est ce qui se passe en ce moment. Ils veulent faire oublier l'idée que la masse monétaire puisse avoir quelque chose à voir avec l'inflation, parce que ce sont eux qui produisent l'argent et orientent la politique monétaire.

Ils ne veulent pas se mettre la corde au cou. Ils savent que le public rage à cause de l'inflation, et ils ne veulent pas que le public blâme la banque centrale pour cela. Ils veulent que le public pense qu'elle est attribuable aux chaînes d'approvisionnement, à la guerre en Ukraine, à Poutine, aux prix du pétrole et ainsi de suite. À tout sauf à eux.

**Le sénateur Massicotte :** J'espère que vous vous trompez, mais je vous remercie de vos lumières.

**La sénatrice Marshall :** Je vais vous faire une confession. Je ne suis pas économiste non plus, je ne suis que comptable.

Je consulte souvent le site Web de la Banque du Canada et je surveille de près la question des obligations. Je suppose que si elle les vendait, elle devrait les vendre au rabais, parce que les taux sont très bas.

Je vous écoutais parler, et je trouve cela très ironique. Je vois de l'ironie là-dedans, parce que ceux-là mêmes qui ont créé le problème — et je vois le gouvernement et la Banque du Canada comme des partenaires dans cette histoire, donc je crois qu'ils ont créé le problème... Et maintenant, nous nous tournons vers eux pour régler le problème? Je ne sais pas si vous voulez faire des commentaires à ce sujet, mais j'avais un peu confiance avant cette réunion et je n'en suis plus si sûre.

Si vous avez des commentaires à faire à ce sujet, je vous en serais reconnaissante. Sinon, eh bien, je peux le comprendre aussi.

**M. Hanke :** Je ferai deux commentaires. Le premier, c'est que le seul prérequis de tous mes cours d'économie, c'est la comptabilité. Qui ne peut pas comprendre la comptabilité ne peut pas comprendre l'économie, point final. C'est la première chose.

Mon deuxième commentaire, c'est que si les personnes qui ont créé le problème au départ ne sont pas disposées à regarder ce qui s'est passé et à examiner ce qui a causé le problème pour le comprendre, je doute fort qu'elles soient conscientes de ce qui se passe.

Les gouverneurs des banques centrales et le président de la Réserve fédérale sont dans le noir. Ils avancent à l'aveuglette, parce qu'ils ne regardent pas la masse monétaire. C'est comme

an airplane with an altimeter that doesn't have anything on it. You have to have the money supply on the altimeter; otherwise, you don't know what's going on.

**The Deputy Chair:** Thank you very much.

**Senator Gignac:** Thank you, professor. I have to confess that, yes, I'm an economist, but I have to be very humble. I was convinced until your testimony that no one needs to follow the money supply. When I started my career 40 years ago as a junior economist, on a weekly basis we produced charts and tables and followed the money supply and one and two, and we were as convinced at that time that it was the appropriate thing to do.

We just want to find the truth of what we have to follow. It's your international study that I'm intrigued with. For example, you referred to some European countries, I think, that inflation has been very low and the money supply is under control. Correct me if I'm wrong, but I think all the central banks have done more or less the same thing during the pandemic with their QE.

These countries who have been able to maintain very low money supply and keep inflation under control, what have they done, that we have not done? Is it because their banking system was different? I tried to understand. I think you referred to Switzerland — I don't know which country you referred to in Europe, but I know you referred as well to Japan.

**Mr. Hanke:** The one that's really the most orthodox and follows the quantity theory of money is China, and the inflation rate is 2.28% in China. Japan has an inflation rate of 3%, and I don't know that they follow the quantity theory of money. I wouldn't say that they did, but de facto, they do, because the money supply doesn't grow very fast in Japan.

Switzerland is in third place, and the inflation rate there is about 3.5%. They tend to be, as you know, paying attention to the quantity of money. Those are the three, shall we say, orthodox central banks, and as a result of that orthodoxy, they've been able to control inflation.

And they're important countries, by the way. They're not nonentities that are, kind of, anomalous. They are important countries, and they've been doing the right thing.

**Senator Gignac:** Thank you, and thank you for your contribution to this thinking, because I think we will have an interesting discussion when the Governor of the Bank of Canada comes in early November.

de piloter un avion avec un altimètre sans point de référence. Il faut que la masse monétaire soit sur l'altimètre; sinon, on ne sait pas ce qui se passe.

**Le vice-président :** Merci beaucoup.

**Le sénateur Gignac :** Merci, professeur. Je dois avouer que, certes, je suis économiste, mais je dois faire preuve d'humilité. J'étais convaincu jusqu'à votre témoignage qu'il était inutile de suivre la masse monétaire. Lorsque j'ai commencé ma carrière comme jeune économiste, il y a 40 ans, nous produisions chaque semaine des graphiques et des tableaux pour suivre la masse monétaire et une et deux autres choses, et nous étions tout aussi convaincus à l'époque que c'était la chose à faire.

Nous voulons simplement comprendre maintenant ce qu'il faut surveiller. C'est votre étude internationale qui m'intrigue. Par exemple, vous avez fait mention de certains pays européens, si je ne me trompe pas, où l'inflation est très faible et où la masse monétaire est stable. Corrigez-moi si je me trompe, mais il me semble que toutes les banques centrales ont fait à peu près la même chose pendant la pandémie au chapitre de l'assouplissement quantitatif.

Qu'ont fait les pays qui ont réussi à maintenir une masse monétaire très faible et à maîtriser l'inflation que nous n'avons pas fait? Est-ce que leur système bancaire était différent? J'essaie de comprendre. Je pense que vous avez cité l'exemple de la Suisse — je ne sais plus quel pays d'Europe vous avez mentionné, mais je sais que vous avez également nommé le Japon.

**M. Hanke :** Le pays vraiment le plus orthodoxe, qui suit la théorie quantitative de la monnaie à la lettre est la Chine, et le taux d'inflation est de 2,28 % en Chine. Le Japon a un taux d'inflation de 3 %, mais je ne suis pas sûr qu'il suive la théorie quantitative de la monnaie. Je ne crois pas qu'il le fasse, mais dans les faits, c'est comme s'il le faisait, parce que la masse monétaire n'augmente pas très vite au Japon.

La Suisse est en troisième position, et son taux d'inflation est d'environ 3,5 %. La Suisse a tendance, comme vous le savez, à faire attention à la quantité de monnaie en circulation. Ce sont les trois banques centrales les plus orthodoxes, je dirais, et grâce à cette orthodoxie, elles arrivent à maîtriser l'inflation.

Ce sont des pays importants, soit dit en passant. Ce ne sont pas des non-entités qui seraient, en quelque sorte, des anomalies. Ce sont des pays importants, et ils font ce qu'il faut.

**Le sénateur Gignac :** Merci, et merci de votre contribution à cette réflexion, parce que je pense que nous aurons une discussion intéressante avec le gouverneur de la Banque du Canada lorsqu'il comparaitra devant nous au début novembre.

**Senator Bellemare:** Just a comment. I remember the John Crow period when he was the Governor of the Bank of Canada. I remember that time; I was teaching economics, and I was looking at the interest rates that we had at that time. Mortgage rates were at 18%. The unemployment rate was at 14%. The youth couldn't find any jobs, and to fight inflation, they were following this monetary theory of Milton Friedman, and they were very strict about it. This had a boomerang effect on the inflation rate.

At that time, for a longer period, when you compared the economic performance of Canada to the economic performance of other countries who did not use such a theory so strongly, we did not perform well, and it affected our economic tissue all over Canada. Some counties in the Maritimes were so hard hit that it took decades to reconstruct their economic structure, because monetary policy was the way to go to fight inflation, but it had a boomerang effect on expectations.

When Canada started to abandon this view and introduce more of an approach with expectations and a more subtle way to conduct monetary policy, the economy went back to growth. If you look at Canadian history, we had the highest real interest rate in the world to fight that inflation, but it was always there, because it was feeding back into the system and creating a decrease in the supply, increasing the problem even more.

With all due respect, I don't agree with you. Not at all. I wanted that to be put on the record, as an economist.

**The Deputy Chair:** Any comments, Professor Hanke?

**Mr. Hanke:** We had roughly the same problem in the United States that John Crow had. Remember, we had a chairman of the central bank named Paul Volcker, and Volcker was given the green light by former President Reagan — and I was on former President Reagan's council of economic advisers at the time — to kill inflation. Well, he did kill it. Unfortunately, we had two recessions in the first term of the Reagan administration, and Reagan didn't blink an eye. He said to kill inflation. That's the dragon. We have to kill it, and Volcker killed it.

**The Deputy Chair:** Thank you very much. I'm just wondering, Professor Hanke, we've seen a lot of economies in the West work in lockstep. They do a lot of trade with one another, and they're working in very similar manners in response to the COVID crisis.

**La sénatrice Bellemare :** Je voudrais juste faire un commentaire. Je me souviens du temps où John Crow était gouverneur de la Banque du Canada. Je m'en souviens; j'enseignais l'économie, et je suivais les taux d'intérêt en vigueur à l'époque. Les taux hypothécaires se situaient autour de 18 %. Le taux de chômage était de 14 %. Les jeunes ne trouvaient pas d'emploi, et pour combattre l'inflation, les dirigeants ont suivi la théorie monétaire de Milton Friedman, et ce, de façon très stricte. Cela a eu un effet boomerang sur le taux d'inflation.

À cette époque, pendant une longue période, lorsqu'on comparait le rendement économique du Canada à celui d'autres pays n'utilisant pas la même théorie avec autant de rigueur, nous n'affichions pas un bon rendement, et cela se répercutait sur le tissu économique partout au Canada. Certains comtés des Maritimes ont été si durement touchés qu'il leur a fallu des dizaines d'années pour reconstruire leur structure économique, parce que la politique monétaire était la voie à suivre pour combattre l'inflation, mais cela a eu un effet boomerang sur les attentes.

Quand le Canada a commencé à délaissier cette théorie au profit d'une approche plus axée sur les attentes et d'une politique monétaire plus subtile, l'économie a renoué avec la croissance. Si vous regardez l'histoire du Canada, nous avions les taux d'intérêt réels les plus élevés au monde pour lutter contre l'inflation, mais elle restait toujours là, parce qu'elle alimentait le système et faisait diminuer l'offre, ce qui ne faisait qu'aggraver le problème.

Avec tout le respect que je vous dois, je ne suis pas d'accord avec vous. Pas du tout. Je tenais à le préciser pour le compte rendu, en ma qualité d'économiste.

**Le vice-président :** Voulez-vous réagir à cela, monsieur Hanke?

**M. Hanke :** Nous avons eu à peu près le même problème que John Crow aux États-Unis. Rappelez-vous que le président de la banque centrale était alors un dénommé Paul Volcker, et Volcker a reçu le feu vert de l'ancien président Reagan pour tuer l'inflation — et je faisais partie des conseillers économiques de l'ancien président Reagan à l'époque. Eh bien, il a réussi son pari. Malheureusement, nous avons connu deux récessions au cours du premier mandat de l'administration Reagan, et Reagan n'a pas sourcillé. Il a dit qu'il fallait tuer l'inflation. C'est le dragon. Il faut le tuer, et Volcker l'a tué.

**Le vice-président :** Merci beaucoup. Je me demande seulement une chose, monsieur Hanke, nous voyons beaucoup d'économies occidentales travailler de concert. Elles font beaucoup de commerce les unes avec les autres, et elles répondent de façon très similaire à la COVID.

When we start seeing disjointed monetary policies, what effect do you see that having on exchange rates and currency and economic balances between countries? Might that have an untoward effect from your standpoint?

**Mr. Hanke:** This is kind of a complicated question. This is something new that's come up. This is actually the most cutting-edge thing. At the IMF-World Bank Group meetings last week, it kind of reared its head. Now the song sheet that everyone's reading from is the following: They're essentially saying the reason we have the problems we have now is that there wasn't enough coordination, that we should have been coordinating things more. It's kind of another excuse, you see, an exogenous thing that came from outer space — non-coordination. And if we just coordinate now, everything will be okay.

It's like the supply chain thing. Somebody else caused it. We didn't cause it at the Bank of Canada; it was the fact that we really weren't coordinated with everyone else. That's the problem.

Do you see what I mean? I think the coordination thing is a red herring, actually, and, quite frankly, a lot of nonsense. If you want to coordinate, the way to coordinate is to go back to something like the Bretton Woods System where the exchange rates are tied together. Now, that's coordination; that's real coordination. That answers your question about what happens to exchange rates, by the way. Just go back to Bretton Woods; they're all locked in a grid together.

**The Deputy Chair:** Could you speak to, in relative terms, the extraordinary energy price increases that Western Europe is experiencing right now and the effects those are having on inflation? How do you see that fitting into the perspective that you've been offering to us today?

**Mr. Hanke:** First, the reason the energy prices are going up is the sanctions that the West, including Canada, has imposed on Russia. That has completely disrupted the international oil market. The cause of that is the fact that Europe has banned and restricted the importation of Russian oil and gas. Putin just gave a speech last week; he's perfectly willing to sell as much gas and oil as people want to buy. The problem is Europe has outlawed it in most of Europe, if not many parts of the world with sanctions.

The other part of your question is does the oil price cause inflation? It does not cause inflation. Let me take you back to Japan in the 1970s. It was kind of a natural experiment. Remember, in 1973, we had the Arab oil embargo. Oil prices shot up in 1973. The Bank of Japan made a decision that, to ease the pain and accommodate those increased prices, they would let

Si l'on commence à voir des politiques monétaires s'en dissocier, quel effet pensez-vous que cela aura sur les taux de change et l'équilibre monétaire et économique entre les pays? Cela pourrait-il avoir des effets indésirables, de votre point de vue?

**M. Hanke :** C'est un peu compliqué. Ce sont des circonstances nouvelles. C'est en fait la grande nouveauté. Aux réunions du FMI et du Groupe de la Banque mondiale, la semaine dernière, la question a justement retenu l'attention. Maintenant, tout le monde affirme au diapason que la source des problèmes que nous connaissons actuellement, c'est le manque de coordination, que nous aurions dû nous coordonner davantage. C'est en quelque sorte une autre excuse, vous voyez, une chose exogène qui vient de l'extérieur, le manque de coordination. Et si nous nous coordonnons maintenant, tout ira bien.

C'est comme le problème de la chaîne d'approvisionnement. La cause est externe. Ce n'est pas nous qui avons causé le problème, à la Banque du Canada; c'est parce que nous n'étions pas vraiment coordonnés avec tous les autres. Voilà le problème.

Vous voyez ce que je veux dire? Je pense que la coordination est un faux-fuyant, en fait, et, très franchement, c'est absurde. Si l'on voulait se coordonner, il faudrait revenir à quelque chose comme le système de Bretton Woods et à des taux de change liés. Ça, c'est de la coordination; c'est de la vraie coordination. Cela vient répondre à votre question concernant ce qui se passe avec les taux de change, d'ailleurs. Il suffit de revenir au système de Bretton Woods; tous les taux sont fixés ensemble dans une grille.

**Le vice-président :** Pourriez-vous parler, en termes relatifs, des augmentations extraordinaires des prix de l'énergie que l'Europe occidentale connaît actuellement et des effets qu'elles ont sur l'inflation? Comment pensez-vous que cela s'inscrit dans la perspective que vous nous avez présentée aujourd'hui?

**M. Hanke :** Premièrement, si les prix de l'énergie ont augmenté autant, c'est à cause des sanctions que l'Occident, y compris le Canada, impose à la Russie. Cela a complètement perturbé le cours international du pétrole. La cause en est que l'Europe a interdit et restreint l'importation de pétrole et de gaz russes. Poutine a prononcé un discours la semaine dernière; il est parfaitement disposé à vendre autant de gaz et de pétrole que les gens voudront en acheter. Le problème, c'est que l'Europe l'a interdit dans la plupart de ses pays, voire dans de nombreuses régions du monde, en imposant des sanctions.

Vous demandez ensuite si ce sont les prix du pétrole qui causent l'inflation. Non, ils ne causent pas d'inflation. Permettez-moi de vous rappeler l'expérience du Japon, dans les années 1970. C'était une sorte d'expérience naturelle. Vous vous souvenez sûrement de l'embargo sur le pétrole arabe, en 1973. Les prix du pétrole avaient grimpé en 1973. La Banque du Japon

the money supply grow more rapidly than it had been growing. As a result of that growth in the money supply, they got inflation. A lot of people said, “Oh, the inflation was caused by the oil prices going up.” No, it wasn’t. You can see this by looking at the second oil shock in Japan in 1979. The Bank of Japan said, “No, we’re not going to increase the money supply to accommodate these oil price increases. We’re going to hold steady.” As a result, they didn’t get inflation.

This is the difference between relative price changes, oil prices moving up relative to everything else, and the overall aggregate price index moving up and down, up and down. Within the basket of the Consumer Price Index items, you have hundreds of items being measured. Those relative prices are moving all over the place. If you have an equal number going down as going up, the price level stays the same. But if you have all of them going up, more or less, you’re going to have what we have now — high inflation. Oil prices do not cause inflation. Just remember Japan.

**The Deputy Chair:** Professor Hanke, thank you for your very passionate and clear comments. We’ve had some very concise presentations, and yours is very concise and focused. We’re very grateful. Thank you for taking the time to meet with us.

**Mr. Hanke:** Thank you very much for inviting me. It has been a pleasure to be with you, Mr. Chair.

(The committee adjourned.)

avait alors décidé que, pour atténuer les difficultés et faire face à la hausse des prix, elle laisserait la masse monétaire augmenter plus rapidement qu’elle ne l’avait fait jusqu’alors. La croissance de la masse monétaire a eu pour conséquence de provoquer l’inflation. Beaucoup de gens se sont dit alors que l’inflation était attribuable à l’augmentation des prix du pétrole. Non, ce n’était pas le cas. Vous pouvez le constater à la lumière du second choc pétrolier qu’a connu le Japon en 1979. La Banque du Japon a alors décidé de ne pas augmenter la masse monétaire pour faire face aux augmentations des prix du pétrole et d’opter pour la stabilité. Par conséquent, il n’y a pas eu d’inflation.

C’est la différence entre des changements de prix relatifs, les prix du pétrole augmentant davantage que tout le reste et les hausses et baisses de l’indice global des prix. Pour déterminer l’indice des prix à la consommation, les prix de centaines d’articles sont mesurés. Les prix relatifs fluctuent constamment. Si le nombre de prix en baisse est égal au nombre de prix en hausse, le niveau des prix reste le même. Mais s’ils augmentent tous à peu près en même temps, on assistera au phénomène que nous connaissons actuellement, à savoir une forte inflation. Ce ne sont pas les prix du pétrole qui provoquent l’inflation. Il suffit de nous souvenir de l’exemple du Japon.

**Le vice-président :** Monsieur Hanke, je vous remercie de vos observations très senties et très claires. Nous avons entendu un certain nombre de témoignages très concis, et le vôtre était très concis et ciblé. Nous vous en sommes très reconnaissants. Merci d’avoir pris le temps d’avoir cette discussion avec nous.

**M. Hanke :** Merci beaucoup de m’avoir invité. Ce fut un plaisir d’être avec vous, monsieur le président.

(La séance est levée.)

---