

**EVIDENCE**

OTTAWA, Tuesday, November 1, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 6:30 p.m. [ET] to study matters relating to banking and commerce generally.

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

[*English*]

**The Chair:** Hello everyone, and welcome to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. My name is Pamela Wallin, and I am chair of the committee. I would now like to introduce the members of the committee beginning with the deputy chair, Senator C. Deacon, Senator Bellemare, Senator Gignac, Senator Loffreda, Senator Marshall, Senator Massicotte, Senator Ringuette, Senator Smith, Senator Woo and Senator Yussuff.

Today, of course, we have the pleasure of welcoming back Tiff Macklem, Governor of the Bank of Canada, along with Senior Deputy Governor Carolyn Rogers.

We are very pleased to have you here live and in person and with a full house here at committee. It's wonderful. We look forward to you updating us on the *Monetary Policy Report* for October 2022. We will give the floor to you, Governor Macklem, and you will have the next 10 minutes. Thank you so much.

**Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada:** Let me say how pleased we are to be here back in person. We're very much looking forward to the discussion and your questions.

We are here to discuss our policy announcement of last week together with our outlook in our *Monetary Policy Report*. Last week, we raised the policy interest rate by 50 basis points to 3.75%. This is the sixth consecutive increase since March. Quantitative tightening continues and is complementing increases in the policy rate. We also expect our policy rate will need to rise further. How much further will depend on how monetary policy is working to slow demand, how supply challenges are resolved and how inflation and inflation expectations are responding to this tightening cycle.

[*Translation*]

Our decision last week reflected several considerations.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le mardi 1<sup>er</sup> novembre 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 18 h 30 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier toute question concernant les banques et le commerce en général.

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

[*Traduction*]

**La présidente :** Bonjour à tous, et bienvenue à cette réunion du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie. Je m'appelle Pamela Wallin, et je suis présidente du comité. J'aimerais maintenant présenter les membres du comité, en commençant par le vice-président, le sénateur C. Deacon, la sénatrice Bellemare, le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Massicotte, la sénatrice Ringuette, le sénateur Smith, le sénateur Woo et le sénateur Yussuff.

Aujourd'hui, bien sûr, nous avons le plaisir d'accueillir de nouveau Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, ainsi que Carolyn Rogers, première sous-gouverneure.

Nous sommes très heureux que vous soyez ici en personne et d'afficher complet ici au comité. C'est merveilleux. Nous avons hâte de vous entendre faire le point au sujet du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2022. Nous allons vous donner la parole, gouverneur Macklem, et vous aurez les 10 prochaines minutes. Merci beaucoup.

**Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada :** Permettez-moi de vous dire à quel point nous sommes heureux d'être de retour ici en personne. Nous sommes impatients de discuter avec vous et de répondre à vos questions.

Nous sommes ici pour discuter de notre annonce de politique de la semaine dernière et de nos perspectives énoncées dans le *Rapport sur la politique monétaire*. La semaine dernière, nous avons augmenté le taux directeur de 50 points de base pour le porter à 3,75 %. Il s'agit de la sixième augmentation consécutive depuis mars. Le resserrement quantitatif se poursuit et s'ajoute aux augmentations du taux directeur. Nous nous attendons également à hausser encore notre taux directeur. L'importance de cette hausse dépendra de l'effet de ralentissement de la politique monétaire sur la demande, de la mesure dans laquelle les problèmes d'offre auront été résolus et de l'effet sur les attentes d'inflation de ce cycle de resserrement.

[*Français*]

Notre décision de la semaine dernière est le reflet de plusieurs considérations.

First, inflation in Canada remains high and broad-based, reflecting large increases in both goods and services prices. Inflation has come down in recent months, but we have yet to see a generalized decline in price pressures. About two-thirds of the components of the consumer price index, or CPI, have risen by more than 5% over the last year. And rising prices for essentials like groceries and rent are hitting lower-income Canadians particularly hard.

Second, the economy is still in excess demand — it's overheated. Job vacancies have declined from their peak but remain high, and businesses continue to report widespread labour shortages. With the economy now fully reopened, households want to enjoy many of the close-contact services they have missed, but businesses can't keep up, and we have seen prices for services rise rapidly.

Third, higher interest rates are beginning to weigh on growth. This is increasingly evident in interest rate-sensitive parts of the economy, like housing and spending on big-ticket items. But the effects of higher rates will take time to spread through the economy.

Fourth, there are no easy outs to restoring price stability. We need the economy to slow down to rebalance demand and supply, and relieve price pressures. We expect growth will be close to zero in the next few quarters. But once we get through this slowdown, growth will pick up, our economy will grow solidly, and the benefits of low and predictable inflation will be restored.

To put this in numbers, growth in gross domestic product, GDP, is projected to decline from about 3.25% this year to just under 1% next year and, then, rise to about 2% in 2024. Inflation is expected to hover around 7% in the final quarter of this year, fall to around 3% by the end of next year and return to the 2% target by the end of 2024.

Finally, we are trying to balance the risks of under- and over-tightening.

[English]

If we don't do enough, Canadians will continue to endure the hardship of high inflation, and they will come to expect persistently high inflation, which will require much higher interest rates and potentially a severe recession to control inflation. Nobody wants that. If we do too much, we could slow the economy more than needed, and we know that has harmful consequences for people's ability to service their debts, for their jobs and for their businesses.

This tightening phase will draw to a close. We are getting closer, but we are not there yet.

Premièrement, l'inflation au Canada reste élevée et généralisée et résulte en une forte augmentation des prix des biens et des services. Elle a diminué ces derniers mois, mais on attend encore une baisse globale des pressions sur les prix. Environ les deux tiers des composantes de l'IPC ont augmenté de plus de 5 % durant la dernière année. Les ménages à faible revenu en particulier sont durement frappés par les hausses des dépenses essentielles, comme l'épicerie et le loyer.

Deuxièmement, la demande est encore excédentaire. L'économie surchauffe. Le nombre de postes vacants a reculé par rapport à son sommet, mais il reste élevé. Les entreprises signalent encore des pénuries de main-d'œuvre généralisées. Depuis la réouverture complète de l'économie, les ménages veulent profiter des services de forte proximité qui leur ont manqué, mais les entreprises ne peuvent pas répondre à la demande. Les prix des services ont donc augmenté rapidement.

Troisièmement, les taux d'intérêt élevés commencent à peser sur la croissance. C'est de plus en plus évident dans le cas des dépenses sensibles aux taux d'intérêt, comme le logement et les gros achats, mais il faudra du temps pour que les effets des hausses de taux se transmettent à toute l'économie.

Quatrièmement, il n'y a pas de solution facile pour restaurer la stabilité des prix. L'économie doit ralentir pour rééquilibrer l'offre et la demande et réduire les pressions sur les prix. Au cours des prochains trimestres, la croissance devrait être à près de zéro. Toutefois, une fois passé ce ralentissement, la croissance se redressera. L'économie progressera fortement et le Canada bénéficiera de nouveau d'une inflation basse et prévisible.

En chiffres, cela signifie que la croissance du PIB devrait diminuer. Elle passera d'environ 3,25 % cette année à juste en dessous de 1 % l'année prochaine et à environ 2 % en 2024. On s'attend à ce que l'inflation se situe autour de 7 % au dernier trimestre de cette année, descende à environ 3 % à la fin de l'année prochaine et revienne à la cible de 2 % à la fin de 2024.

Enfin, la banque essaie d'équilibrer les risques liés à un resserrement trop faible ou trop fort.

[Traduction]

Si nous n'en faisons pas assez, les Canadiens continueront de subir les contrecoups d'une inflation élevée, et ils finiront par s'attendre à une inflation constamment élevée, ce qui entraînera des taux d'intérêt beaucoup plus élevés et peut-être une grave récession pour contrôler l'inflation. Personne ne souhaite ce scénario. Si nous en faisons trop, nous pourrions ralentir l'économie plus que nécessaire, et nous savons que cela aurait des conséquences néfastes sur la capacité des gens de rembourser leurs dettes, sur leur emploi et sur leur entreprise.

Cette phase de resserrement se terminera un jour. Nous nous en approchons, mais nous n'y sommes pas encore.

The Bank of Canada's job is to ensure inflation is low, stable and predictable. We are still far from that goal. We view the risks around our forecast for inflation to be reasonably balanced, but with inflation so far above our target, we are particularly concerned about the upside risks. We are mindful that adjusting to higher interest rates is difficult for many Canadians. Many households have significant debt loads, and higher interest rates add to their burden. We don't want this transition to be more difficult than it has to be, but higher interest rates in the short term will bring inflation down in the long term.

Canadians are looking for ways to protect themselves from rising prices, and we are working to protect them from entrenched inflation. It will take time to get back to solid growth with low inflation, but we will get there. By working through this difficult phase, we will get back to price stability with sustained economic growth, which benefits everyone. With that summary, Senior Deputy Governor Rogers and I are pleased to take your questions.

**The Chair:** Thank you very much, governor. I just want to start with — I'm going to read you a quote here in a moment because you're talking about demand still being high in the economy and the money supply is still flowing.

This was Larry Summers when asked about why he had anticipated inflation would be a problem:

The secret sauce of economics is arithmetic. After I did the arithmetic, it looked to me like the amount of water we were putting in the bathtub was far bigger than the capacity of the bathtub. But I didn't know exactly what the capacity of the bathtub would be. I thought there might be various kinds of bottlenecks.

Where are we in that analogy? Is it finding a level?

**Mr. Macklem:** Thank you for the question. I think one thing that is hard to understand is, on the one hand, we're saying the economy is slowing, on the other, hand we're saying it's in excess demand. How do those two things fit together? I'm going to wave my hands here because I find it helpful. The economy is here. That's demand in the economy. Supply is here. So demand is above supply. That's excess demand. The economy is overheated and that distance between my two hands is what is putting upward pressure on prices. Now, the economy is slowing so demand is coming down. The gap is starting to narrow but it's still pretty high and basically all our indicators suggest the economy is still in excess demand. We started raising rates in March, and so we are starting to see the effects of higher interest rates. You're seeing it particularly in the housing sector and purchase of big-ticket items, but it is going to take time for the

Le travail de la Banque du Canada consiste à veiller à ce que l'inflation soit faible, stable et prévisible. Nous sommes encore loin de cet objectif. Nous considérons que les risques liés à nos prévisions d'inflation sont raisonnablement équilibrés, mais comme l'inflation est bien au-dessus de notre cible, nous sommes particulièrement préoccupés par les risques de hausse. Nous sommes conscients qu'il est difficile pour de nombreux Canadiens de s'adapter à des taux d'intérêt plus élevés. De nombreux ménages sont lourdement endettés, et des taux d'intérêt plus élevés alourdissent encore leur fardeau. Nous ne voulons pas que cette transition soit plus difficile qu'elle ne devrait l'être, mais des taux d'intérêt plus élevés à court terme feront baisser l'inflation à long terme.

Les Canadiens cherchent des moyens de se protéger contre la hausse des prix, et nous nous efforçons de les protéger contre l'inflation. Il faudra du temps pour revenir à une croissance solide avec un faible taux d'inflation, mais nous y arriverons. En passant à travers cette phase difficile, nous reviendrons à la stabilité des prix avec une croissance économique soutenue, qui profite à tous. Sur ce, la première sous-gouverneure Rogers et moi-même serons heureux de répondre à vos questions.

**La présidente :** Merci beaucoup, monsieur le gouverneur. J'aimerais commencer par... Je vais vous lire une citation dans un instant, car vous dites que la demande est encore élevée dans l'économie et que la masse monétaire continue de circuler.

Lorsqu'on lui a demandé pourquoi il avait prévu que l'inflation poserait problème, Larry Summers a répondu :

Le secret qui se cache derrière la sauce de l'économie est l'arithmétique. Après avoir fait les calculs, il m'a semblé que le volume d'eau que nous mettions dans la baignoire était beaucoup plus grand que la capacité de la baignoire, mais je ne savais pas exactement quelle serait la capacité de la baignoire. Je pensais qu'il pourrait y avoir divers types de goulots d'étranglement.

Où en sommes-nous dans cette analogie? S'agit-il de trouver un niveau?

**M. Macklem :** Je vous remercie de la question. Ce qui est difficile à comprendre, c'est que, d'une part, nous parlons d'un ralentissement de l'économie, et d'autre part, nous disons que la demande est excédentaire. Comment ces deux éléments s'imbriquent-ils? Je vais utiliser mes mains parce que je trouve que cela permet de mieux comprendre. L'économie est ici, et elle représente la demande. L'offre est ici. La demande est donc supérieure à l'offre. C'est pourquoi nous parlons d'une demande excédentaire. L'économie est en surchauffe et c'est cette distance entre mes mains qui exerce une pression à la hausse sur les prix. Maintenant, puisque l'économie ralentit, la demande diminue. L'écart commence à se rétrécir, mais il est encore assez élevé et, essentiellement, tous nos indicateurs indiquent que l'économie est toujours en situation de demande excédentaire. Comme nous avons commencé à relever les taux en mars, nous commençons à

effects of higher interest rates to spread through the economy and bring these two into line to relieve those inflationary pressures. I hope my hands helped.

**The Chair:** It does mean higher inflation. We'll begin our questioning with Senator Deacon.

**Senator C. Deacon:** Thank you for being here. We've heard a lot of different perspectives over the last weeks as to the cause of this period of high inflation. There is agreement, generally speaking, that the COVID response — the response to that massive uncertainty and the slow response from it — has had an effect on inflation, but it's a fraction of a per cent, generally felt to be very small for the most part. Hindsight is always 20/20.

We also had a perspective at the other end of the spectrum which suggested the increase in money supply was deemed to be the issue in causing inflation. We get your stated reason. You've been clear and discussed it in your recent report. Could you just help us — or help me, anyway, as a non-economist who hasn't been as good at doing the math as Larry Summers has been — understand your thoughts on the different perspectives that are being offered and help us weave our way through those?

**Mr. Macklem:** I'll start by saying it is a complicated situation. You don't get to 7% because one thing surprised you. It's a combination of things.

One of the reasons you're hearing different perspectives is it also depends on the point in time you get that perspective.

If you go back over the last year, when inflation began to rise in Canada, it was largely reflecting higher international inflation. We saw a big increase in the global price of oil. We saw the prices of many global commodities rise, and because households around the world — this pandemic hit everybody at the same time — couldn't consume any of the services they wanted, they substituted them with goods. You can't go to the gym, so you buy home exercise equipment. You're sitting at home, so you buy a new TV, maybe a new computer.

The thing about goods is they all have to be produced, and they have to be shipped. The global supply chain was gummed up by COVID and supply-chain problems. So at the same time demand is strong, supply is impaired, and you saw all these global prices go up. That's what initially pushed inflation up in Canada.

voir les effets de la hausse des taux d'intérêt. Nous les constatons particulièrement dans le secteur de l'habitation et dans les achats importants, mais il faudra du temps pour que les effets de la hausse des taux d'intérêt se propagent à l'ensemble de l'économie et pour que ces deux éléments s'adaptent afin d'atténuer les pressions inflationnistes. J'espère que mes mains vous ont aidé à mieux comprendre.

**La présidente :** Cela signifie une hausse de l'inflation. Nous allons commencer la période de questions avec le sénateur Deacon.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci d'être ici. Au cours des dernières semaines, nous avons entendu beaucoup de points de vue différents sur la cause de cette période de forte inflation. De façon générale, on s'entend pour dire que la réponse à la COVID — la réponse à cette incertitude massive et la réaction lente qui en a découlé — a eu un effet sur l'inflation, mais cela représente une fraction de pourcentage que l'on estime en général minime. A posteriori, on ne se trompe jamais.

À l'autre extrémité du spectre, certains ont aussi laissé entendre que l'augmentation de la masse monétaire était considérée comme le problème qui causait l'inflation. Vous avez justifié votre décision et nous la comprenons. Vous avez été clair et vous en avez parlé dans votre récent rapport. Pourriez-vous simplement nous aider — ou m'aider moi, en tout cas, qui n'est pas aussi fort en mathématiques que Larry Summers — à comprendre les différents points de vue qui sont offerts pour expliquer la situation?

**M. Macklem :** Je commencerai par dire que la situation est complexe. Vous n'arrivez pas à un taux de 7 % sous l'effet de surprise. C'est une combinaison de facteurs qui vous y mène.

Les différents points de vue s'expliquent aussi par le moment où ils sont exprimés.

Si vous remontez à la dernière année, lorsque l'inflation a commencé à augmenter au Canada, elle reflétait en grande partie l'augmentation de l'inflation à l'échelle internationale. Le prix mondial du pétrole a beaucoup augmenté. Les prix de nombreux produits de base ont augmenté à l'échelle mondiale, et parce que les ménages du monde entier — cette pandémie a touché tout le monde en même temps — ne pouvaient pas consommer les services qu'ils voulaient, ils les ont remplacés par des biens. Vous ne pouvez pas aller vous entraîner au gymnase, alors vous achetez de l'équipement d'exercice à la maison. Vous êtes assis à la maison, alors vous achetez un nouveau téléviseur, peut-être un nouvel ordinateur.

Le problème avec les biens, c'est qu'ils doivent tous être produits et expédiés. La chaîne d'approvisionnement mondiale a été entravée par la COVID et par d'autres problèmes qui lui étaient propres. Donc, la demande est forte et l'offre est affaiblie, ce qui entraîne une augmentation des prix partout dans le monde. C'est ce qui a initialement fait grimper l'inflation au Canada.

I hesitate to even use this word, but you will remember at the time there was discussion about this being “transitory.” So why did we think it might be transitory? Well, the reason for that is, historically, when you’ve had supply problems, they’ve tended to work themselves out. Global oil prices, for example, go up and down. If you raise interest rates as soon as global oil prices go up, by the time the interest rates are feeding through the economy, they’ve already come down, and you’ve overdone it.

We did what we normally do, and we looked through those. Unfortunately, those supply problems turned out to be much more persistent than we thought. It wasn’t so much that each one was more persistent, but there was a whole series, and, of course, there was a war in Ukraine. With the benefit of hindsight, if we had seen all that, we probably would have taken action earlier.

But where I’m going now is that we’re actually starting to see those global inflationary pressures starting to come down. If you look at various measures of shipping costs and delivery times, they are improving. It’s going to take some time to feed through to the Canadian economy, but they are improving. Oil prices have come down a bit. The prices we’re all paying at the pump are down.

But the other thing that happened, once we got through the Omicron variant, is the economy reopened, and households came back to the economy. They wanted to consume. They wanted to avail themselves of all those services they missed out on, and businesses have been unable to keep up with the demand. They have been unable to hire enough people quickly enough to keep up, and you saw a big increase in services’ prices. Services’ prices in Canada are now rising about 5.5%. That reflects domestic inflationary pressures. That is not simply imported inflation from global factors. It reflects that demand in our economy is running ahead of supply, and that is what we are particularly focused on. We can’t control global events, but we can control the balance. We can influence the balance between demand and supply in our economy.

It was a long answer, but it was a very good question.

**The Chair:** Thank you.

[*Translation*]

**Senator Gignac:** Welcome, Ms. Rogers and governor. When you were here in the spring, I asked you what would happen if your optimistic outlook on inflation didn’t come to pass, and you said things would be difficult. Rates have risen by 350 basis points since then, and you anticipate further increases. As an economist, I agree with and support your goal of bringing down

J’hésite même à utiliser ce mot, mais vous vous souviendrez qu’à ce moment-là, on disait que c’était une situation « transitoire », mais pourquoi avons-nous cru cela? Historiquement, les problèmes d’approvisionnement ont tendance à se régler sans que l’on ait à intervenir. Ainsi, les prix mondiaux du pétrole fluctuent. Si vous relevez les taux d’intérêt dès que les prix mondiaux du pétrole augmentent, au moment où la hausse des taux d’intérêt exerce son effet sur l’économie, les prix ont déjà baissé, et vous en avez donc trop fait.

Nous avons fait ce que nous faisons habituellement, et nous avons examiné tout cela. Malheureusement, ces problèmes d’approvisionnement se sont avérés beaucoup plus persistants que nous le pensions. Ce n’est pas tant que chacun d’eux était plus persistant, mais il y a eu toute une série de facteurs et, bien sûr, une guerre en Ukraine. Avec le recul, si nous avions prévu tout cela, nous aurions probablement agi plus tôt.

Mais là où je veux en venir, c’est que ces pressions inflationnistes mondiales commencent à diminuer. Si vous examinez les diverses mesures des coûts d’expédition et des délais de livraison, elles s’améliorent. Il faudra un certain temps pour que l’économie canadienne en profite, mais les choses s’améliorent. Le prix du pétrole a légèrement baissé. Les prix que nous payons tous à la pompe sont à la baisse.

Mais l’autre chose qui s’est produite, une fois que nous avons traversé le variant Omicron, c’est que l’économie a rouvert et que les ménages sont revenus au sein de l’économie. Ils voulaient consommer. Ils voulaient se prévaloir de tous ces services qui leur ont manqué, et les entreprises ont été incapables de répondre à la demande. Elles n’ont pas été en mesure d’embaucher suffisamment de personnel assez rapidement pour suivre le rythme, et nous avons donc constaté une forte augmentation des prix des services. Les prix des services au Canada augmentent maintenant d’environ 5,5 %. Cela reflète les pressions inflationnistes intérieures. Il ne s’agit plus simplement d’une inflation causée par des facteurs mondiaux. Cela montre que la demande dans notre économie est supérieure à l’offre, et c’est ce sur quoi nous nous concentrons particulièrement. Nous ne pouvons pas contrôler les événements mondiaux, mais nous pouvons contrôler l’équilibre. Nous pouvons influencer sur l’équilibre entre l’offre et la demande dans notre économie.

C’était une longue réponse, mais c’était aussi une très bonne question.

**La présidente :** Merci.

[*Français*]

**Le sénateur Gignac :** Bienvenue, madame Rogers et monsieur le gouverneur. Lors de vos comparutions au printemps dernier, je vous avais demandé ce qui se passerait si votre optimisme par rapport à l’inflation ne se matérialisait pas. Votre réponse avait été que ce serait difficile. Depuis, les taux ont monté de 350 points de base, et vous prévoyez d’autres hausses

inflation. I think that's extremely important, and I especially support the fact that you are separate from the political process. How do you determine whether it's too much or make sure you don't end up overdoing it? In other words, employment is clearly a lagging indicator. What leading indicators do you track so you know when to sit on the sidelines for a time out?

**Mr. Macklem:** You're right: we have hiked interest rates significantly thus far. The effects of that are already being felt in the housing sector and in spending on big-ticket items, and we know that the actions we have taken will bring about further effects. How do we try to determine whether it's enough or not? There are two parts to that answer, the things we watch closely and the way we examine them.

First of all, if we look closely at the effects of the interest rate increases on the economy, they will clearly start with interest rate-sensitive sectors — as we are already seeing — but it will take longer for those increases to affect services because people don't take out loans to buy services. How do we do it? We use models. We have extensive experience with interest rate increases. Models provide us with information, and we can tell whether each step produces the anticipated outcome. We have to monitor factors that change over time. For instance, Canadians are more indebted now than they have ever been, so the effects could be stronger than projected by our models. Conversely, households accumulated more savings during the pandemic, so they have more money in their bank accounts, in other words, a bigger cushion to protect against interest rate increases. That's an important consideration, and we'll see what ends up happening.

Second, the events affecting supply chain disruptions play an important role. Those are international factors. Two weeks ago, I was at the Financial Management Institute of Canada. I often meet with other governors. We try to understand what is happening globally and how it will affect inflation domestically, in Canada. Lastly, we keep a close eye on inflation and inflation expectations. When it comes to inflation, we focus more on measures of core inflation. Here's the good news. Measures of core inflation have stopped rising, sitting at approximately 5%, but they haven't started to decline. That's something we are watching closely.

Near-term inflation expectations are high. In the long term, they remain reasonably well anchored to our targets, but our survey results show that households and businesses are more uncertain, so there is some risk and things could change. We use models as well as surveys when it comes to inflation. We survey businesses on a quarterly basis, and one of the questions we ask is what they plan to do with their prices for the goods and services they sell. Survey results indicate that businesses, on

de taux. En tant qu'économiste, j'approuve et je partage votre objectif de diminuer l'inflation; je pense que c'est très important, et j'appuie surtout votre indépendance à l'égard du pouvoir politique. Comment savoir si ce n'est pas trop et si vous n'allez pas en faire trop, finalement? En d'autres mots, on sait que l'emploi est un indicateur retardé. Quels indicateurs avancés suivez-vous pour décider de rester sur la ligne de côté et faire une pause?

**M. Macklem :** Vous avez raison : nous avons déjà beaucoup haussé les taux d'intérêt. On voit déjà les effets de cela dans le secteur du logement et sur les grands achats. On sait qu'il y aura plus d'effets à cause de ce que nous avons déjà fait. Comment essayer de savoir si c'est suffisant ou non? Je vais répondre en deux parties, soit en parlant des choses que l'on regarde de près et de la façon de les examiner.

Premièrement, si l'on regarde de près les effets de nos hausses du taux d'intérêt sur l'économie, on sait que cela commencera par les secteurs sensibles aux taux d'intérêt — on le voit déjà —, mais il faudra plus de temps pour que ces hausses affectent les services, parce qu'on n'achète pas des services avec un emprunt. Comment le fait-on? On utilise des modèles. Nous avons beaucoup d'expérience avec les hausses des taux d'intérêt. Les modèles donnent des indications et on peut voir si chaque étape donne ce que l'on prévoyait. On devait contrôler les facteurs qui changeaient dans le temps. Par exemple, les Canadiens sont plus endettés maintenant qu'ils ne l'ont jamais été. Il est possible que les effets soient plus forts que ce que prédisaient nos modèles. D'autre part, les ménages ont épargné davantage durant la crise. Ils ont plus de liquidités dans leurs comptes en banque ou un plus gros coussin pour absorber les hausses des taux d'intérêt. C'est un aspect important, et on va voir ce qu'il en résulte.

Le deuxième aspect important est ce qui se passe avec les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, qui sont des facteurs internationaux. J'étais à l'Institut de la gestion financière du Canada il y a deux semaines. Je rencontre souvent les autres gouverneurs. On essaie de comprendre ce qui se passe à l'échelle internationale et comment cela affectera l'inflation ici au Canada. Enfin, on regarde de près l'inflation et les anticipations d'inflation. Maintenant, en ce qui concerne l'inflation, on met davantage l'accent sur nos mesures d'inflation fondamentale. La bonne nouvelle, c'est que nos mesures d'inflation fondamentale ont arrêté d'augmenter; elles sont à environ 5 %, mais elles n'ont pas commencé à diminuer. Voilà une chose que nous surveillons de près.

Les anticipations d'inflation à court terme sont élevées; à long terme, elles sont assez bien ancrées à nos cibles, mais il y a plus d'incertitude dans nos sondages par rapport aux ménages et aux entreprises. Cela signifie qu'il y a un peu de danger et que cela peut changer. Pour l'inflation, on utilise des modèles, mais aussi des sondages. Nous menons un sondage trimestriel auprès des entreprises et l'une des choses qu'on leur demande, c'est ce qu'elles pensent faire avec leurs prix pour les biens qu'elles

average, expect the rate of price increases to be lower going forward than last year. Those are the early signs. They aren't yet reflected in the data, but we are confident we will see inflation drop.

**Senator Gignac:** You didn't mention money supply as being one of the indicators you watch. The committee recently met with a professor emeritus from Johns Hopkins University, and he said there was a relationship between growth in the money supply and inflation in every country in the world. He also said... That's not on your website. Forty years ago, when I started my career, every Thursday afternoon, we had to calculate the growth in the money supply. Why do you think money supply is no longer relevant?

**Mr. Macklem:** First of all, we examine a lot of things. I highlighted the main ones. We examine money supply and credit supply. If we see that people have more money, they will probably want to spend. We look at mortgage credit growth. That gives us information on what is going to happen in household markets. When I began my career, we looked at money supply every week. During that time, we learned that the relationship between money supply, inflation and the economy wasn't consistent. There was a time when money supply was targeted. You and Senator Bellemare no doubt remember what a disaster that was.

The Bank of Canada managed to reduce growth in the money supply with all the targets, and inflation rose. That was in the 1970s, with inflation and increases in variables. In the end, this created the conditions for inflation targeting. The most important thing is targeted: inflation. We use all kinds of information to determine what's going to happen with inflation, but we target the things that are important.

**Senator Gignac:** Thank you.

[English]

**The Chair:** We will come back to that issue throughout the evening.

**Senator Ringette:** Thank you for being here.

Understanding that your mandate is inflation, and your target is 2% and the fact that you raised the overnight rate six times in the last six months, my question to you is this: Do you have a model that will indicate to you your maximum overnight interest rate that is possible before that particular overnight interest rate becomes a trigger to the famous R-word, a recession? If so, what is your model telling you right now with regard to what should

vendent sur le marché et les services qu'elles fournissent. Elles nous ont dit que les entreprises, en moyenne, pensent que les taux d'augmentation des prix seront moins élevés à l'avenir que ceux de l'an dernier. Voilà les signes précurseurs. Cela ne s'est pas encore reflété dans les données, mais nous avons bon espoir de voir une diminution de l'inflation.

**Le sénateur Gignac :** Je n'ai pas entendu le mot « masse monétaire » dans les indicateurs que vous suivez. Or, nous avons reçu un professeur émérite de l'Université Johns Hopkins récemment. Il a dit qu'il y avait un lien entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation dans tous les pays du monde, et il a mentionné également... Cela n'est pas sur votre site Web. Quand j'ai commencé ma carrière il y a 40 ans, chaque semaine, le jeudi après-midi, il fallait calculer la croissance de la masse monétaire. Pourquoi la masse monétaire, à votre avis, n'est-elle plus pertinente?

**M. Macklem :** Premièrement, nous nous penchons sur beaucoup de choses. J'ai souligné les choses les plus importantes. Nous nous penchons sur les masses monétaires et les masses de crédit. Si l'on constate que les gens ont plus d'argent, ils seront probablement prêts à dépenser. On regarde la croissance hypothécaire. Cela donne un indicateur de ce qui se passera dans les marchés des ménages. Quand j'ai commencé ma carrière, on regardait les masses monétaires chaque semaine. Nous avons appris pendant cette période que la relation entre la masse monétaire, l'inflation et l'économie n'est pas stable. Il y a eu une période pour cibler les masses monétaires; la sénatrice Bellemare et vous vous souvenez sûrement que c'était un désastre.

La Banque du Canada a réussi à réduire la croissance de la masse monétaire avec toutes les cibles, et l'inflation a monté. C'était dans les années 1970, avec l'inflation et la hausse des variables. Donc, à la fin, cela crée des conditions pour cibler l'inflation. On cible les choses qui sont les plus importantes; c'est l'inflation. On utilise toutes sortes d'informations pour savoir ce qui se passera avec l'inflation, mais on cible les choses importantes.

**Le sénateur Gignac :** Merci.

[Traduction]

**La présidente :** Nous y reviendrons tout au long de la soirée.

**La sénatrice Ringette :** Merci d'être ici.

Sachant que votre mandat est axé sur l'inflation, que votre cible est de 2 % et que vous avez haussé le taux du financement à un jour six fois au cours des six derniers mois, je vous pose la question suivante : avez-vous un modèle qui vous indiquera le taux d'intérêt maximal à un jour qu'il est possible d'atteindre avant que ce taux ne déclenche une récession? Dans l'affirmative, que vous dit votre modèle à l'heure actuelle?

your maximum interest rate should be not to trigger a national recession?

**Mr. Macklem:** We have models; we use models. To get back to Senator Gignac's question, we need to be forward-looking. What we do now is going to take time to affect the economy and inflation. So we need models.

Models are models; they're not reality. You've got to use them with a lot of care. You supplement them with other types of information that I just talked about.

We published our forecast last week, and in our forecast, we have a significant slowing of growth. Growth for the next three quarters is roughly zero, which means we're just about as likely to have a couple of quarters of negative growth as we are to have a couple of quarters of positive growth. So it's not a severe recession, it's not a major contraction, but you could certainly get a couple of quarters of negative growth.

We've been very clear about our forecast.

Our model or projection does have a path for interest rates that brings inflation back. We've been very clear, as I said in my opening statement, that we think we're getting closer to the end of this tightening phase, but we're not there yet. We think interest rates will need to go up further.

**Senator Ringuette:** But my question is very specific.

**Mr. Macklem:** I'm not going to give you a number, because I don't know what that —

**Senator Ringuette:** That's what I want.

**Mr. Macklem:** I'm not going to give you a number. We take these decisions each time, as we move forward, with the best available information. I'm not going to give you a number now, because we're going to get more information before our next decision. It will be a better-informed decision.

We have a good idea of the direction. I think it's pretty clear: We think it needs to go up, but we think we're getting closer to the end. That gives you a broad indication.

Yes, there is a bit of space within that, and as we get closer and as we get more information, we'll take those decisions in real time.

**M. Macklem :** Nous utilisons effectivement des modèles. Pour revenir à la question du sénateur Gignac, nous devons nous tourner vers l'avenir. Il faudra attendre un certain temps avant que ce que nous faisons maintenant affecte l'économie et l'inflation. Nous avons donc besoin de modèles.

Les modèles sont théoriques et ne correspondent pas toujours à la réalité. Il faut les utiliser avec beaucoup de prudence. Il faut les compléter par d'autres types de renseignements dont je viens de parler.

Nous avons publié nos prévisions la semaine dernière et nous prévoyons un ralentissement important de la croissance. La croissance pour les trois prochains trimestres est à peu près nulle, ce qui signifie que nous sommes à peu près aussi susceptibles d'avoir deux ou trois trimestres de croissance négative que de croissance positive. Ce n'est donc pas une récession grave, ce n'est pas une contraction majeure, mais nous pourrions certainement observer quelques trimestres de croissance négative.

Nous avons été très clairs au sujet de nos prévisions.

Notre modèle ou notre projection prévoit des taux d'intérêt qui ramèneront l'inflation. Nous avons précisé très clairement, comme je l'ai dit dans ma déclaration préliminaire, que nous pensons que nous approchons de la fin de cette phase de resserrement, mais nous n'en sommes pas encore là. Nous pensons que les taux d'intérêt devront encore augmenter.

**La sénatrice Ringuette :** Mais ma question est pourtant très précise.

**M. Macklem :** Je ne vais pas vous donner de chiffre, parce que je ne sais pas ce que ça...

**La sénatrice Ringuette :** C'est ce que je vous demande.

**M. Macklem :** Je ne vais pas vous donner de chiffre. Nous prenons ces décisions chaque fois, à mesure que nous avançons, avec les meilleurs renseignements disponibles. Je ne vais pas vous donner de chiffre maintenant, parce que nous devons obtenir plus d'information avant de prendre notre prochaine décision. Ce sera une décision plus éclairée.

Nous avons une bonne idée de l'orientation. Je pense que c'est assez clair : nous pensons que le taux doit encore augmenter, mais nous estimons que nous approchons de la fin. Cela vous donne une idée générale de notre orientation.

Oui, il y a un peu de jeu à cet égard, et à mesure que nous nous rapprochons et que nous obtiendrons plus d'information, nous prendrons ces décisions en temps réel.



**The Chair:** Ms. Rogers, do you have a comment?

**Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada:** Ultimately, Senator Ringuette, the number that we target is the inflation number, and the interest rate is the number that gets us there. So we don't have a target in mind that we put in the model.

**The Chair:** As a reminder, when you've asked your question, please shut the microphone off while the guest is answering. Thank you very much. And thank you for jumping in there, Ms. Rogers.

[*Translation*]

**Senator Bellemare:** Thank you for being here. As I'm sure you can guess, my question doesn't have to do with the sustained market. It's about the labour market. I looked at the indicators you identified to determine that inflationary pressures are now domestic, that inflation is here. You said there was excess demand for products and services, but your indicators are based mostly on the labour market. You mentioned job vacancies, the non-accelerating-inflation rate of unemployment and the price of services, but services are directly tied to wages and job vacancy pressures. Job vacancy data show that job vacancies are not tied to inflation. Jobs were vacant even before inflationary pressures. Back in 2018, Quebec had two unemployed workers for every job vacancy, and there was no inflation. Now, there's inflation, and the strategy is to raise interest rates.

With a serious labour shortage stemming from an aging population, if nothing is done to deal with the problem, production will drop. Don't you think that an aggressive monetary policy vis-à-vis interest rates could hurt much more targeted labour market policies? I'm talking about policies aimed at increasing labour force participation, encouraging immigration, supporting training and enhancing productivity, for instance. In that regard, the Governor of the Bank of Canada should work with the government while continuing to run the bank in a manner that is separate from the political process. Cooperation and independence are two different things. Don't you think you should move in that direction?

**Mr. Macklem:** You're absolutely right that there are two sides: demand and supply. To answer the first part of your question, about job vacancies, I would say that, yes, of course, some sectors of the economy were experiencing labour shortages pre-pandemic, but what we are seeing now is more widespread. Job vacancies have hit an all-time high. The good news is that we are seeing that number start to come down, but it's still very high. Our business outlook surveys indicate that the labour shortage is being felt everywhere. You're right that it started in Quebec. It's one of the tightest labour markets, but every

**La présidente :** Madame Rogers, avez-vous un commentaire?

**Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada :** En fin de compte, madame la sénatrice Ringuette, le chiffre que nous visons est le taux d'inflation, et le taux d'intérêt est le chiffre qui nous permet d'y arriver. Nous n'avons donc pas de cible en tête qui serait incluse dans notre modèle.

**La présidente :** À titre de rappel, lorsque vous avez posé votre question, veuillez fermer votre microphone pendant que l'invité répond. Merci beaucoup. Je vous remercie d'être intervenue, madame Rogers.

[*Français*]

**La sénatrice Bellemare :** Merci d'être avec nous. Ma question — vous vous en doutez bien — ne porte pas sur le marché durable, mais sur le marché du travail. J'ai regardé les indicateurs que vous identifiez pour dire que l'inflation est maintenant domestique, qu'elle est ici. Vous parlez notamment d'une demande excessive sur le marché des produits et services, mais vos indicateurs sont surtout liés au marché du travail. On parle de postes vacants, de taux de chômage non accéléracionniste, de l'inflation, du prix des services, mais les services sont étroitement liés aux salaires et à la pression des postes vacants. Quand on regarde les données sur les postes vacants, ces derniers ne sont pas liés à l'inflation; il y en avait même avant les pressions inflationnistes. Au Québec, en 2018, on avait déjà deux chômeurs pour un poste vacant et il n'y avait pas d'inflation. Là, il y a de l'inflation, et la stratégie est d'augmenter les taux d'intérêt.

Dans le contexte où il y a vraiment un problème de pénurie de main-d'œuvre lié au vieillissement de la population, si on ne s'occupe pas de cette question, la production va diminuer. Ne pensez-vous pas que la politique monétaire agressive sur le plan des taux d'intérêt peut nuire à une politique qui serait beaucoup plus ciblée — par exemple, une politique qui viserait à augmenter les taux de participation, une politique liée à l'immigration, une politique de formation, une politique axée sur la productivité? À cet effet, le gouverneur de la banque devrait travailler avec le gouvernement tout en restant indépendant dans sa gestion quotidienne. La collaboration et l'indépendance, ce sont deux choses différentes. Ne pensez-vous pas que vous devriez aller dans cette direction?

**M. Macklem :** Vous avez tout à fait raison de dire qu'il y a deux côtés : il y a la demande et l'offre. Sur le premier aspect de votre question, soit les postes vacants, oui, on a vu des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs avant la pandémie, bien sûr, mais ce qui arrive maintenant est beaucoup plus généralisé. Les postes vacants ont atteint un niveau record. La bonne nouvelle, c'est que ce chiffre commence à diminuer, mais il est encore très élevé. Nos sondages auprès des entreprises indiquent que les pénuries de main-d'œuvre sont partout. Vous avez raison de dire que cela a commencé au Québec. C'est un des marchés

province is feeling the labour shortage now, not just Quebec. It's pretty clear that the economy is in excess demand.

As for the second part of your question, I completely agree. As a country, we should work to address supply and demand. Interest rates affect demand. We have a clear mandate, and our tools will slow demand. According to our forecasts, we should see a fairly significant increase in supply.

That really comes from two places. First, the level of immigration was very low during the pandemic, for obvious reasons. The government has now raised immigration levels considerably, announcing yet another increase today. That will increase the supply of labour. Second, productivity was low during the pandemic, because of all the restrictions that were in place and the disruptions to the supply chain. With things getting back to normal, businesses can do a better job of planning and productivity should bounce back.

We are already forecasting an increase in supply, but it's not enough to fix the problem. Supply takes time. We need both: a slowdown in inflation and softening demand. If federal and provincial policies result in increased supply, then, yes, there will be less to do on the demand side, but I think we still need to work on demand. With inflation at 7%, we can't fix everything through supply.

**Senator Bellemare:** Won't an aggressive approach to monetary policy and interest rate hikes prevent businesses from bringing on new immigrants to work and hinder the construction of homes to alleviate the housing shortage? In other words, aggressive policy can also have the effect of further reducing — as opposed to increasing — supply.

**Mr. Macklem:** The other thing is that we need to control inflation expectations. If everyone thinks inflation will remain high, nothing will be all that effective. When people start to believe that inflation is going to stay high, they accept price increases. Businesses, for their part, can simply increase their prices without any competition. That happened in the 1970s.

If we look at a number of different countries over different periods, what we find is that quicker tightening cycles result in an overall interest rate increase that is lower, and the same goes for the economic downturn.

We raised interest rates quickly, because we felt it was the best way to avoid even larger increases in the future and a more serious market downturn.

les plus serrés sur le plan de la main-d'œuvre, mais la pénurie est partout maintenant, pas seulement au Québec. Je pense qu'il est assez clair qu'il y a une demande excédentaire.

Quant à la deuxième partie de votre question, je suis tout à fait d'accord. On devrait, comme pays, travailler sur la demande et sur l'offre. Les taux d'intérêt affectent la demande. Nous avons un mandat clair et nos outils vont ralentir la demande. Dans nos prévisions, nous voyons une assez bonne augmentation de l'offre.

Cela vient vraiment de deux endroits. Premièrement, l'immigration était très faible durant la pandémie, pour des raisons assez évidentes. Le gouvernement a maintenant fortement augmenté l'immigration. Il a annoncé encore aujourd'hui une autre augmentation, donc cela fera augmenter l'offre de main-d'œuvre. L'autre élément, c'est que la productivité était faible durant la pandémie, puisqu'il y avait toutes sortes de restrictions et de perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. Avec le retour à la normale, les entreprises peuvent mieux planifier et la productivité devrait rebondir.

Nous avons déjà une augmentation de l'offre dans nos prévisions, mais ce n'est pas assez pour régler le problème. L'offre prend du temps. On a besoin des deux : on a besoin du ralentissement de l'inflation et de la demande. Si les politiques des gouvernements provinciaux et fédéral augmentent davantage l'offre, oui, il y aura moins à faire pour ce qui est de la demande, mais je pense qu'on a toujours besoin de la demande. Avec l'inflation qui est déjà à 7 %, on ne peut pas tout régler avec l'offre.

**La sénatrice Bellemare :** Si on a une politique monétaire et une hausse des taux d'intérêt agressives, est-ce que cela ne va pas empêcher les entreprises d'intégrer de nouveaux immigrants et nuire à la construction de maisons pour régler le problème du logement? En d'autres mots, une politique agressive peut également jouer sur l'offre, mais en l'abaissant davantage au lieu de l'augmenter.

**M. Macklem :** L'autre élément, c'est qu'on devrait contrôler l'anticipation de l'inflation. Si tout le monde pense que l'inflation va rester élevée, rien ne va bien fonctionner. Quand les gens commencent à croire que l'inflation va rester élevée, ils acceptent l'augmentation des prix; quant aux entreprises, elles peuvent tout simplement hausser les prix sans compétition. On a vu cela dans les années 1970.

Ce que l'on voit, si on étudie plusieurs pays pendant différentes périodes, c'est que si les cycles de resserrement sont rapides, l'augmentation totale des taux d'intérêt est moindre, tout comme le ralentissement de l'économie.

Nous avons rapidement haussé nos taux d'intérêt, et nous pensons que c'était la meilleure façon d'éviter des hausses encore plus importantes à l'avenir et un ralentissement plus sévère du marché.

[English]

**Senator Loffreda:** Welcome, Governor Macklem and Senior Deputy Rogers. Great to see you again.

You're predicting the annual average GDP growth is projected to decline this year from 3.25% to just under 1% next year and about 2% in 2024, and the economy will move into excess supply in 2023. My question is also around labour.

One, how do you see the supply disruptions corrected from labour once again? I do speak to many entrepreneurs in the service industry, and they are having the hardest time ever. They can't find employees anywhere. Wages are rising. Despite wages rising — and I don't want to get into numbers — they still can't find employees, and that's in the service industry.

How do you see those labour shortages corrected? Yes, of course, increasing interest rates will lower demand, but you said it, and we all know that debt levels are very high, so the increasing interest rates are not sustainable for the long term.

Why are these forecasts better than previous forecasts, given the global, worldwide uncertainty that we have, ranging from geopolitical to supply disruptions to energy crises? Do you have the tools to tame inflation, or do the factors outside your control just play too big of a role at this point in time?

**Ms. Rogers:** Many things you point out are the things that the governor just discussed with Senator Bellemare. There are two sides to the equation here.

We have an economy in Canada that is running in excess demand, above its capacity to produce goods and services. The tightened monetary policy and higher interest rates will help to reduce that demand, but there are supply factors that can also help. Those are not tools within the central bank's capacity; those are with other policy-makers. They will help.

To your specific question around labour, you point out, in particular, entry-level positions, and that is consistent with what we hear from businesses too. Immigration has been constrained throughout the pandemic. It is going to get started again. That will help. Some of the adjustments companies had to make throughout the pandemic to deal with restrictions have lifted now. I think companies are getting back into full capacity. We are dealing with departures from the labour force, so there are a

[Traduction]

**Le sénateur Loffreda :** Bienvenue, gouverneur Macklem et première sous-gouverneure Rogers. C'est un plaisir de vous revoir.

Vous prévoyez que la croissance annuelle moyenne du PIB diminuera cette année, passant de 3,25 % à un peu moins de 1 % l'an prochain et à environ 2 % en 2024 et que l'économie produira un excédent en 2023. Je voudrais vous poser une question aussi sur la main-d'œuvre.

Premièrement, selon vous, comment corrigerons-nous à nouveau les perturbations de l'offre de main-d'œuvre? Je parle de nombreux entrepreneurs du secteur des services, et ils me disent qu'ils traversent une période très difficile. Ils ne trouvent pas d'employés. Les salaires augmentent. Malgré la hausse des salaires — et je ne veux pas me lancer dans les chiffres —, ils ne trouvent toujours pas d'employés, même dans le secteur des services.

Selon vous, comment ces pénuries de main-d'œuvre se corrigeront-elles? Il est évident que l'augmentation des taux d'intérêt fera baisser la demande, mais vous avez dit — et nous le savons tous — que les niveaux d'endettement sont très élevés, alors que l'augmentation des taux d'intérêt ne sera pas viable à long terme.

Pourquoi ces prévisions sont-elles meilleures que les précédentes, compte tenu de l'incertitude qui règne dans le monde entier, autant face à la situation géopolitique qu'aux perturbations de l'approvisionnement et aux crises énergétiques? Avez-vous les outils nécessaires pour maîtriser l'inflation, ou les facteurs indépendants de votre volonté sont-ils trop puissants à l'heure actuelle?

**Mme Rogers :** Bon nombre des points que vous soulevez sont ceux dont le gouverneur vient de discuter avec la sénatrice Bellemare. Il y a deux côtés à cette équation.

Dans l'économie actuelle du Canada, la demande dépasse notre capacité de produire des biens et des services. Le resserrement de la politique monétaire et la hausse des taux d'intérêt contribueront à réduire la demande, mais certains facteurs de l'offre y contribueront aussi. Ces outils ne serviront pas à la banque centrale, mais à d'autres décideurs. Ils s'avéreront utiles.

Quant à votre question sur la main-d'œuvre, vous mentionnez particulièrement les postes de premier échelon. Les représentants d'entreprises le disent aussi. L'immigration a été restreinte tout au long de la pandémie, mais elle va reprendre, et elle sera utile. Certaines mesures que les entreprises ont dû appliquer tout au long de la pandémie pour respecter les restrictions sanitaires ont été levées. Je pense que les entreprises fonctionnent à nouveau à plein rendement. De nombreux employés quittent le marché du

number of factors that are contributing to a constrained labour force, but absolutely one of them is excess demand.

As the governor said, and I'll use the same hand gestures he did, our job and our tool kit lets us affect supply, and that's what we're focusing on. There are other policies that can contribute to demand, and there are policies that can contribute to the supply, but they're not substitutes for each other. We see them as complementary. We need to do our job, other policy-makers need to do their job, and together we can get inflation back down.

**Senator Loffreda:** We had expert witnesses tell us that 75% of the cause of inflation was supply-driven. Do you feel the world's central banks had a role to play with quantitative easing and maybe increasing interest rates a little too late, with maybe a little blur between monetary and fiscal policy? Was the QE, quantitative easing, there to finance the government's deficit, or was there a clear distinction between the monetary and the fiscal policies there?

**Mr. Macklem:** It was very clear in my mind. You packed a lot in there.

I would say, first of all, let's be clear about QE. Many central banks around the world use QE, and we all did it for the same reason. We lowered our policy rate as low as it could go. If we could have lowered our policy rate more to pull rates down further at the yield curve, we would have, but we got it as low as it could go.

QE basically provides a different way to lower interest rates further at the yield curve. If you buy bonds at five years, for example, that drives up their price and pulls the yield down. When people typically get a mortgage and companies typically borrow, that's where they borrow. The interest rate we control is one-day money. They don't borrow one-day money; they borrow five-year money. QE is just another way of lowering interest rates.

The other thing we used, together with QE, is exceptional forward guidance. You have to think of these things as a package. We lowered interest rates, we used exceptional forward guidance and we used QE. We did all those things to lower interest rates across the term structure to provide support for the economy to get back.

There's nothing kind of special about QE in this whole thing. It's part of the package. It's just part of the way we lowered interest rates.

travail. Les contraintes de la main-d'œuvre sont dues à un certain nombre de facteurs, mais vous avez raison, l'un de ces facteurs est la demande excédentaire.

Comme le gouverneur l'a dit, et je vais imiter les gestes qu'il a faits en expliquant cela, notre travail et notre trousse d'outils nous permettent d'influer sur l'offre. Nous nous concentrons sur cela. D'autres politiques peuvent influer sur la demande, et d'autres encore peuvent influer sur l'offre, mais nous sommes convaincus qu'elles ne se substituent pas, elles se complètent. Si nous nous concentrons sur notre travail et les autres décideurs sur le leur, ensemble, nous réussirons à réduire l'inflation.

**Le sénateur Loffreda :** Des témoins experts nous ont dit que les 75 % de l'inflation sont attribuables à l'offre. Pensez-vous que les banques centrales du monde y aient contribué en prenant des mesures d'assouplissement quantitatif et peut-être en haussant les taux d'intérêt un peu trop tard, ajoutant peut-être un flou entre la politique monétaire et la politique budgétaire? L'assouplissement quantitatif servait-il à financer le déficit du gouvernement, ou y avait-il une distinction claire entre les politiques monétaires et budgétaires?

**M. Macklem :** Pour moi, cette distinction était très claire. Votre question est extrêmement complexe.

Tout d'abord, expliquons bien en quoi consiste l'assouplissement quantitatif. De nombreuses banques centrales dans le monde l'utilisent, et nous l'utilisons tous pour la même raison. Nous abaissons le taux directeur autant que possible. Si nous avions pu l'abaisser davantage pour que les taux soient encore plus bas à la courbe de rendement, nous l'aurions fait, mais nous l'avons abaissé autant que possible.

Essentiellement, l'assouplissement quantitatif permet de réduire davantage les taux d'intérêt à la courbe de rendement. Si vous achetez des obligations de cinq ans, par exemple, leur prix monte et leur rendement baisse. Habituellement, c'est à ce moment-là que les gens obtiennent un prêt hypothécaire et que les entreprises empruntent. Nous contrôlons le taux de financement à un jour, mais les gens empruntent de l'argent pour cinq ans. L'assouplissement quantitatif n'est qu'une façon parmi tant d'autres de réduire les taux d'intérêt.

Nous avons également utilisé les consignes exceptionnelles. Il faut considérer ces choses comme un tout. Nous avons abaissé les taux d'intérêt, utilisé des consignes exceptionnelles et appliqué des mesures d'assouplissement quantitatif. Nous avons pris toutes ces mesures pour réduire les taux d'intérêt pendant tout le trimestre afin de soutenir l'économie et de la relancer.

L'assouplissement quantitatif n'a rien de particulier. Il fait partie de cet ensemble. Il fait partie des méthodes que nous avons appliquées pour abaisser les taux d'intérêt.

With respect to whether we waited too long to lower interest rates, as I responded, it is fair to say that if a year ago we knew everything we knew today, I think we probably would have started to raise interest rates.

In Canada, we actually unwound QE pretty quickly. We were done with QE a year ago. At our *Monetary Policy Report* meeting a year ago, we ended QE, and in April we moved to quantitative tightening, so our balance sheet since then has been shrinking. That is now working in the opposite direction. Our primary instrument is the one-day interest rate that we control, but we're complementing that with QE, which is pushing those longer-term interest rates up.

Did that answer all of your questions?

**Senator Loffreda:** That's fine. Thank you.

**The Chair:** I want to come back to that for a moment, if I could, because a couple of our committee members referenced this. We heard testimony from Steve Hanke, who basically put it this way: Central banks don't want to talk about money supply because they're responsible for money supply and they don't want to be blamed. He put it clearly.

At the same time, I'm also reading *The Lords of Easy Money*, a critique of central banks, which I'm sure you're aware of. They had some pretty staggering numbers, such as that the Federal Reserve in the U.S. has printed or created about three times as much money since 2008 as they've created in their whole lifetime. The number here in Canada is one in five Canadian dollars that are circulating in our economy didn't exist pre-pandemic. That's a money supply issue.

**Mr. Macklem:** Can you give me a question?

**The Chair:** You say that everybody was doing quantitative easing, it was the regular thing, and you've brought it to an end, but we've still got excess demand in the economy and we've still got government spending.

**Mr. Macklem:** A couple of things. Yes, we have excess demand, and we're working to bring demand and supply and relieve those inflationary pressures.

Look, I think you have to put this in perspective. We've gone through an unprecedented series of shocks. This pandemic, the recession, this was the deepest recession we've had by a large factor in Canada. GDP was down 15%, 3 million Canadians were unemployed and almost another 3 million were working less than half their regular time. That demanded an exceptional monetary

Vous voulez savoir si nous avons attendu trop longtemps pour abaisser les taux d'intérêt. Comme je l'ai dit, je suis convaincu que si nous avions su il y a un an tout ce que nous savons aujourd'hui, nous aurions probablement commencé à hausser les taux d'intérêt.

Au Canada, nous avons mis fin assez rapidement à l'assouplissement quantitatif. Nous y avons mis fin il y a un an. Lors de notre réunion sur le *Rapport sur la politique monétaire*, il y a un an, nous avons mis fin à l'assouplissement quantitatif et, en avril, nous avons amorcé un resserrement quantitatif, de sorte que notre bilan a diminué depuis. Les choses vont maintenant dans le sens contraire. Notre principal instrument est le taux d'intérêt d'un jour que nous contrôlons, mais nous le complétons par l'assouplissement quantitatif, ce qui fait grimper les taux d'intérêt à long terme.

Est-ce que cela répond à toutes vos questions?

**Le sénateur Loffreda :** C'est bien. Merci.

**La présidente :** J'aimerais y revenir un instant, si vous me le permettez, parce que quelques membres de notre comité ont mentionné cela. Nous avons entendu le témoignage de Steve Hanke, qui a essentiellement dit que les banques centrales ne veulent pas parler de la masse monétaire, parce qu'elles en sont responsables et qu'elles ne veulent pas devenir des boucs émissaires. Il l'a dit ouvertement.

En même temps, je lis *The Lords of Easy Money*, dont l'auteur critique les banques centrales. Vous connaissez sans doute cet ouvrage. L'auteur cite des chiffres renversants, comme le fait que la Federal Reserve des États-Unis a imprimé ou créé environ trois fois plus d'argent depuis 2008 qu'elle en a créé pendant toute son existence. Au Canada, un dollar canadien sur cinq qui circule dans notre économie n'existait pas avant la pandémie. C'est un problème de masse monétaire.

**M. Macklem :** Pourriez-vous me poser une question?

**La présidente :** Vous dites que tout le monde procédait à un assouplissement quantitatif, que c'était la façon habituelle de procéder et que vous avez mis fin à cette pratique, mais notre économie fait toujours face à une demande excédentaire, le gouvernement continue à dépenser.

**M. Macklem :** Une seconde. Oui, nous avons une demande excédentaire et nous nous efforçons d'équilibrer la demande et l'offre et d'atténuer les pressions inflationnistes.

Écoutez, n'oublions pas le contexte. Nous avons subi une série de chocs sans précédent, avec la pandémie et la récession la plus profonde que nous ayons connue au Canada. Le PIB a diminué de 15 %, 3 millions de Canadiens étaient au chômage et près de 3 millions travaillaient moins de la moitié de leur temps normal. Nous avons dû prendre des mesures monétaires et financières

response and an exceptional fiscal response. The good news is it worked. We got the fastest recovery on record.

When I started as governor, we were right at the bottom, and we were very worried about what we call scarring. Basically, there's a certain amount of evidence that when people are unemployed, particularly if it's not a short bout of unemployment, they lose skills. This is of particular concern for new entrants into the labour force. You don't get their first job, you don't get that first experience working and you don't get that on-the-job training. It doesn't just affect you during the recession; it affects your whole earnings over your whole lifetime. We were very worried. This was the deepest recession we've ever had, and historically, deep recessions also take longer to recover from.

Yes, we put a lot of stimulus in. The good news is it worked. We had the fastest recovery. It's not like we got everything right. We didn't anticipate how serious these global supply chain problems would be. Inflation definitely came up faster than we thought, and we've acted forcefully to get it back down.

It's going to take some time to work, but I do believe we're going to get there.

**The Chair:** Thank you for that.

[Translation]

**Senator Massicotte:** Thank you for being here, governor and Ms. Rogers. I have no doubt about your commitment to bringing down interest rates and inflation. You have done a good job so far, and I commend you. The U.S. announced that its inflation rate was still on the rise, influenced by the upcoming mid-term elections.

Can international market events hurt our success and our commitment to reducing interest rates?

**Mr. Macklem:** Would you mind repeating the last part of your question, senator?

**Senator Massicotte:** Could still-rising interest rates in other countries affect interest rates here? Could we be headed for a nasty surprise as a result?

**Mr. Macklem:** We'll find out tomorrow what the U.S. Federal Reserve is going to do. We are aware that nearly all central banks are raising their interest rates. North America is slightly ahead of Europe, where interest rates are rising rapidly but are still lower than here.

exceptionnelles. Heureusement, elles ont réussi. Nous avons vu la reprise la plus rapide jamais enregistrée.

Lorsque j'ai accédé à mon poste de gouverneur, nous étions au bas de l'échelle, et nous étions très préoccupés par ce que nous appelons les cicatrices. Essentiellement, il a été prouvé que lorsque les gens se retrouvent au chômage pendant une période considérable, ils perdent leurs compétences. C'est particulièrement grave pour les nouveaux venus sur le marché du travail. Ils ne décrochent pas leur premier emploi, ils n'acquièrent pas leur première expérience de travail et ne reçoivent pas leur formation en cours d'emploi. Cette situation ne se dissipe pas à la fin de la récession et elle se répercute sur les gains de ces personnes tout au long de leur vie. Nous étions très inquiets. Il s'agissait de la récession la plus profonde que nous ayons jamais connue, et il nous faut généralement plus de temps pour nous remettre des récessions profondes.

Oui, nous avons beaucoup stimulé l'économie. Eh bien, notre intervention a réussi. La reprise a été plus rapide que jamais. Évidemment, nous n'avons pas tout fait à la perfection. Nous n'avions pas prévu la gravité des perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale. L'inflation a certainement augmenté plus vite que nous le pensions, et nous avons pris des mesures énergiques pour la ramener à la baisse.

Il faudra un certain temps pour y parvenir, mais je crois que nous y arriverons.

**La présidente :** Merci.

[Français]

**Le sénateur Massicotte :** Merci d'être parmi nous, monsieur le gouverneur et madame Rogers. Je suis convaincu que vous êtes très engagés dans la réduction des taux d'intérêt et des taux d'inflation. Jusqu'à ce jour, vous connaissez un bon succès et je vous en félicite. Les États-Unis ont annoncé que leur taux d'inflation continue d'augmenter, car il est influencé par les élections qui approchent.

Est-ce que ce qui se passe dans les marchés internationaux peut influencer négativement nos résultats et notre engagement à réduire les taux d'intérêt?

**M. Macklem :** Pouvez-vous répéter la dernière partie de votre question?

**Le sénateur Massicotte :** Est-ce que le fait que les taux d'intérêt continuent d'augmenter dans d'autres pays peut influencer nos propres taux d'intérêt et causer de mauvaises surprises?

**M. Macklem :** On verra demain ce que fera la Réserve fédérale américaine. Nous sommes conscients que presque toutes les banques centrales haussent leurs taux d'intérêt. L'Amérique du Nord est un peu en avance sur l'Europe, où les taux d'intérêt montent vite, mais sont encore plus bas.

If countries all tightened their interest rates at the same time, the spillover risk would be higher than if just Canada or the U.S. had done so. That's something we take into account in our analysis. Central bank governors meet every two months or so in various forums — International Monetary Fund, G7 and G20 meetings, for example — and we talk a lot about the recession and a synchronized upturn. It's quite helpful to look at and compare what's happening in other countries.

The other consideration is that, if every country tightened its monetary policy, Canada would have less to do than if it had been the only one to tighten its policy. What would help Canada is for other countries to control their inflation, especially the U.S. That would help to bring down inflation in Canada. Yes, there are risks. In recent weeks, we've seen some issues in very specific markets, mainly the U.K., so if there are mistakes, the effects can impact markets more quickly. At this point, the effects of tighter international monetary policies on financial conditions are fairly normal. We aren't seeing any major problems.

**Senator Massicotte:** The last time we met, we talked about the current model and the fact that there are all kinds of models. We discussed interest rates and property values. Property values have come down considerably, something that had been anticipated two years ago. I assume property values will continue to drop. What does the model say about that?

**Mr. Macklem:** Most of our models are macroeconomic-based, so we don't have specific forecasts for every sector of the economy. As far as housing is concerned, home prices rose by 50% during the pandemic, but have come down about 10% as of today. Although new interest rate hikes are anticipated, it hasn't affected the market. Prices will likely continue to come down, but we don't have any specific forecasts for that sector.

[English]

**Senator Yussuff:** Thank you to the governor for being here. I don't think you'll be surprised about my question. Governor, you've spoken a lot about the dangers of wage-price spiral on inflation; however, wage growth so far has not kept pace with inflation over the last year. One thing I have not heard you speak about is the record rate of corporate profits, which is about 20% of GDP. Why have you not issued any warning around the price increase we're seeing in the country? Canadians are feeling this. You talk to anybody on Main Street, and they're not confused about what is going on. They're going to the grocery store and asking themselves some really fundamental questions. In the context of fairness, I don't mind you criticizing workers — that's

Si tous les pays resserrent leurs taux d'intérêt en même temps, il y a un risque d'entraînement plus fort que si c'est seulement le Canada ou les États-Unis qui le font. C'est quelque chose que nous considérons lorsque nous faisons notre analyse. Les gouverneurs se rencontrent environ tous les deux mois dans différents forums, lors des réunions du FMI, du G7 et du G20, et il y a beaucoup de discussions au sujet de la récession et d'une reprise synchronisée. C'est très utile de comparer ce qui se passe dans les autres pays.

L'autre élément, c'est le fait que si tous les pays resserrent leur politique monétaire, le Canada aura moins à faire que s'il était seul à la réduire. Ce qui aiderait le Canada, c'est que les autres pays, surtout les États-Unis, contrôlent l'inflation, ce qui amènerait une diminution de l'inflation au Canada. Oui, il y a des risques. Nous avons déjà pu observer certains problèmes dans des marchés très spécifiques, surtout au Royaume-Uni, au cours des dernières semaines. Donc, s'il y a des erreurs, les marchés peuvent en ressentir les effets plus rapidement. À ce point-ci, les effets du resserrement monétaire international sur les conditions financières sont assez normaux. On ne constate pas de graves problèmes.

**Le sénateur Massicotte :** La dernière fois que nous nous sommes rencontrés, nous avons discuté du modèle existant et du fait qu'il existe toutes sortes de modèles. Nous avons parlé des taux d'intérêt et de la valeur des propriétés. Il y a quand même eu une diminution importante de la valeur des propriétés que l'on prévoyait déjà il y a deux ans. Je présume que la valeur des propriétés va continuer à diminuer. Que dit le modèle à cet égard?

**M. Macklem :** Nous avons surtout des modèles macroéconomiques. Donc, nous n'avons pas de prévisions précises pour tous les secteurs d'activité. Pour ce qui est du logement, depuis le début de la pandémie, le prix des maisons a augmenté de 50 %, et aujourd'hui, il a diminué d'environ 10 %. Même si de nouvelles hausses des taux d'intérêt sont prévues, cela n'a pas affecté le marché. Il y aura encore probablement une diminution des prix, mais nous n'avons pas de prévisions précises à ce sujet.

[Traduction]

**Le sénateur Yussuff :** Je remercie le gouverneur d'être venu. Je ne crois pas que ma question vous surprendra. Monsieur le gouverneur, vous avez beaucoup parlé des dangers de la spirale prix-salaires sur le plan de l'inflation; cependant, la croissance des salaires jusqu'à maintenant n'a pas suivi le rythme de l'inflation pendant cette dernière année. Vous ne nous avez pas parlé des profits record des sociétés, qui constituent environ 20 % du PIB. Pourquoi n'avez-vous pas averti le public que les prix allaient augmenter? Les Canadiens en souffrent. Tous les gens auxquels nous parlons dans la rue savent ce qui se passe. Ils vont à l'épicerie et se posent des questions vraiment fondamentales. Dans le contexte de l'équité, je n'ai rien contre le

fair — but I think if there's criticism, it needs to happen both ways.

**Mr. Macklem:** I can take the first part, and I'll ask the senior deputy to take the second part.

Let me be clear: I'm not criticizing workers. We need workers. Workers are the backbone of the economy. I'm not criticizing workers.

What I said, which got a lot of attention, is that Canadians, Canadian workers and Canadian businesses should not plan on inflation staying at 7%. We're resolute in our commitment to restoring price stability, and we're using our tools to bring it back down.

With respect to the wage-price spiral, this is something we're worried about, and you can understand why we're worried about it. Inflation is 6.9, 7%, and it's been high now for some time, and the longer it stays high, the bigger the risk that people start to expect higher inflation. As I indicated earlier, then competition doesn't work. It's easier for companies to pass on higher prices.

What happens in a wage-price spiral is inflation goes up. In a situation where there's excess demand in your economy, businesses are having trouble attracting workers. They raise wages, and that raises their cost, so they pass that on to still higher inflation. If the economy is still in demand, wages go up further, and you get this — and that is one way that expectations can de-anchor it. That's basically what happened in the 1970s, and I've already talked about how badly that ended.

I would say so far we've seen higher inflation, and we've seen wages move up. I would not say we're seeing, so far, a spiral. Core inflation has yet to come down, but has at least levelled off and wage growth has increased and broadened, but it has stopped really moving up. So far, we haven't seen a spiral.

I do think, though, that we have seen some danger signs in the economy — and this is where I'll turn it over to Senior Deputy Governor Rogers. The danger signs we've seen are that companies have very rapidly passed through higher prices to consumers, and as consumers get used to high inflation, they accept those. So when companies raise prices, they're not worried about what their competitor is going to do. We need to get back to a situation where companies are more worried that they'll lose their customers if they raise their prices. When you have an economy in excess demand, if you're a company and you can deliver the product, then it's easier to pass through those

fait que vous critiquiez les travailleurs — c'est tout à fait équitable —, mais je pense que les critiques devraient circuler dans les deux sens.

**M. Macklem :** Je peux répondre à la première partie de votre question, et je vais demander à la première sous-gouverneure de répondre à la deuxième partie.

Je tiens à souligner que je ne critique pas les travailleurs. Nous avons besoin d'eux. Ils constituent l'épine dorsale de l'économie. Je ne critique pas les travailleurs.

Ce que j'ai dit, et qui a suscité beaucoup d'attention, c'est que les Canadiens, les travailleurs canadiens et les entreprises canadiennes ne devraient pas s'attendre à ce que l'inflation se maintienne à 7%. Nous sommes déterminés à rétablir la stabilité des prix et nous utilisons nos outils pour abaisser ce taux d'inflation.

La spirale prix-salaires nous inquiète beaucoup, et vous comprenez probablement pourquoi. L'inflation est à 6,9 ou 7%. Elle est élevée depuis un certain temps, et plus elle se maintient à ce niveau, plus les gens prévoient une hausse de l'inflation. Comme je l'ai dit tout à l'heure, la concurrence ne fonctionne plus. Il est plus facile pour les entreprises de refiler les pertes en élevant leurs prix.

Une spirale prix-salaires fait grimper le taux d'inflation. Dans une conjoncture économique de demande excédentaire, les entreprises ont de la difficulté à attirer des travailleurs. Ils augmentent les salaires, ce qui augmente leurs coûts qui, à leur tour, se répercutent et font grimper le taux d'inflation. Si l'économie se maintient en demande, les salaires augmentent davantage, et l'on se retrouve dans cette situation — et c'est une façon de la désarrimer. C'est essentiellement ce qui s'est produit dans les années 1970, et j'ai déjà souligné que les choses ont vraiment mal tourné à cette époque.

Je dirais que jusqu'à maintenant, l'inflation a augmenté et que les salaires ont augmenté. Je n'appellerais pas encore cela une spirale. L'inflation mesurée par l'indice de référence n'a pas encore diminué, mais elle s'est au moins stabilisée, et la croissance des salaires a augmenté en s'élargissant, mais elle a cessé de réellement augmenter. Pour le moment, ce n'est pas une spirale.

Je crois cependant que nous avons perçu des signes de danger pour l'économie — et c'est là que je vais céder la parole à la première sous-gouverneure Rogers. Les signes de danger que nous avons observés sont les suivants : les entreprises ont très rapidement refilé leurs coûts plus élevés aux consommateurs, et en s'habituant à un taux d'inflation élevé, les consommateurs les acceptent. Par conséquent, en augmentant leurs prix, les entreprises ne se soucient plus de ce que feront leurs concurrents. Nous devons rétablir une situation où les entreprises craignent de perdre leurs clients si elles augmentent leurs prix. Dans une économie à demande excédentaire, les entreprises qui sont en



prices. We have done some work looking at margins, and maybe I'll ask the senior deputy to say a word about that.

**Ms. Rogers:** It's an important question that you have asked. The contribution we can make to this discussion is that what we have seen is the profit margins that companies have made have held fairly steady. There are exceptions, of course, but, by and large, they've held steady. What that tells us is that the increased input costs that companies are experiencing are being, basically, passed on to customers. Customers are bearing the full brunt of the cost increases that businesses are experiencing.

As the governor said, that happens and can be sustained in an environment where there's excess demand and there isn't a competitive force. Companies can just basically pass their costs through.

One promising observation I would make is that some of the things that have contributed the most to input costs for companies — things like transportation costs, and when it comes to groceries, commodities — those have come down recently. So what we're looking for, what we should all look for, is for those to also be passed on. Those costs should come down. That will help.

The last point I would make is that this sense of unfairness that people feel — that the environment of inflation means that somebody is winning and somebody is losing and people feel like they're being treated unfairly — is one of the nasty effects of inflation and one of the reasons we need to get back to our target rate of inflation.

**Senator Yussuff:** Despite how well the economy has been doing, for a lot of people at the bottom, they haven't done well for such a long time. For the first time, we're seeing some competition for people's wages to go up. I think part of the bank's policy is to help those people equally to find their footing in the economy. If the bank is not careful, you might force those people to go back to what they have endured for decades, which is stagnant wage growth, and more importantly, not having the ability to at least have access to other jobs that might give them a better footing to improve their own standards.

My worry is the people who have finally made some gains in the economy are not hurt and pushed back to the margins. Recognize that if you're not careful — you've got to echo some of that. For certain segments in this society, inflation is not an issue. If you're making \$200,000 a year, it's not an issue. The people who are living pay cheque to pay cheque, who have to deal with rent increases and the list goes on, those are the people who will face the harshest reality right now. How do they survive? To a large extent, those people are really hurting right now.

mesure de livrer le produit trouvent plus facile de répercuter les prix. Nous avons examiné les marges de profits, et je vais maintenant demander à la première sous-gouverneure de dire quelques mots à ce sujet.

**Mme Rogers :** Votre question est très importante. De notre côté, nous pouvons vous répondre que nous avons constaté que les marges de profit des entreprises sont restées assez stables. Il y a des exceptions, bien sûr, mais, dans l'ensemble, elles sont demeurées stables. Cela nous indique que les entreprises refilent l'augmentation des coûts de leurs intrants à leurs clients. Les clients font les frais de toutes les augmentations de coûts que subissent les entreprises.

Comme le gouverneur l'a dit, cela se produit dans une économie de demande excédentaire où il n'y a plus de force concurrentielle. Les entreprises peuvent simplement refiler leurs coûts.

Heureusement, nous avons aussi constaté que certains facteurs de l'augmentation du coût des intrants — comme les frais de transport, et pour l'épicerie, le coût des marchandises — ont diminué récemment. Il faut donc que nous veillions à ce qu'ils soient retransmis de façon égale. Ces coûts devraient diminuer. Cela améliorera la situation.

Je tiens aussi à parler du sentiment d'injustice que les gens ressentent. Ils pensent que la hausse de l'inflation signifie que quelqu'un gagne et que quelqu'un perd. Ils ont l'impression d'être traités injustement. Ce sentiment est l'un des effets néfastes de l'inflation et l'une des raisons pour lesquelles il est urgent de revenir à notre taux d'inflation cible.

**Le sénateur Yussuff :** Même si l'économie s'est portée relativement bien, beaucoup de gens qui se trouvent au bas de l'échelle éprouvent des difficultés depuis très longtemps. Pour la première fois, nous constatons une certaine concurrence qui pousse les salaires à la hausse. Je crois que dans le cadre de ses politiques, la banque doit aider ces gens à trouver une place égale dans l'économie. La banque doit agir judicieusement afin de ne pas forcer ces gens à retourner aux taux salariaux stagnants qu'ils endurent depuis des décennies. Ils n'ont même pas la capacité d'accéder à d'autres emplois qui leur donneraient une meilleure base pour améliorer leurs normes de revenu.

Je ne voudrais surtout pas que les gens qui ont enfin fait des gains dans l'économie ne soient pénalisés et relégués en marge de la société. Reconnaissez que si vous n'agissez pas judicieusement, vous reproduirez ces circonstances. Pour certains segments de la société, l'inflation ne cause pas de problème. Les gens qui gagnent 200 000 \$ par année n'y voient aucun problème. Les gens qui vivent d'un chèque de paie à l'autre, qui doivent composer avec des augmentations de loyer et de tant d'autres nécessités, vivent la réalité la plus dure à l'heure actuelle. Comment peuvent-ils survivre? Ces gens souffrent beaucoup à l'heure actuelle.

The bank needs to balance this criticism. The people who are doing really well, and some of the companies — I'm not making this up, I think the profit margins are way too large. We live in a free market society, but the fact is that this is simply unfair to the people who are bearing the brunt of it.

**Mr. Macklem:** I'll say we share your concern. We're acutely aware that, unfortunately, the effects of inflation are very unequal. Lower-income Canadians are disproportionately affected by high inflation. The necessities for low-income people make up a much bigger part of their budget, and you can't cut necessities. Even their opportunities to move to lower-cost purchases — lower-income Canadians are already very careful shoppers, they're already looking for the lowest-priced goods. It's harder for them to move down to other goods. We are acutely aware that inflation is disproportionately affecting the lowest-income Canadians.

Unfortunately, there's no easy out to restore price stability. We do have a labour market that is in excess demand, and to get back to your question, Senator Loffreda, we need a period of low growth. We've got zero growth for the next three quarters in our forecast. That is what gives supply the chance to catch up. We've got to get the labour market into better balance. We are aware that, unfortunately, that will tend to affect the most vulnerable workers the most. It will be a difficult transition for some, but there's not really an alternative. We've got to get through this period, to relieve those price pressures and to get inflation back down so we can get back to sustainable growth with low inflation.

**The Chair:** Thank you, governor.

**Senator Marshall:** Thank you for being here tonight. I'm actually interested in the financial statements of the bank and how they impact the government's bottom line.

I was looking at your quarterly statements for the end of June, and I read somewhere in the media that you're expecting some losses over the next couple years. When I look at the quarterly statements, I mean, it's quite striking, the comparison of your interest expense compared to last year.

What I saw, I think, was a figure of \$4 billion or \$5 billion that you're projecting over the next couple years. Is that still the current number? Because as you're increasing rates, your expenses are going up. Is that \$4 billion or \$5 billion figure still current, and what is going to happen to it? I'd like to know. Is the government going to give you the money? Is it covered by

La banque doit mitiger ces critiques. Certaines gens s'en tirent très bien, et certaines des entreprises — je n'invente rien, je pense que les marges de profit sont beaucoup trop élevées. Nous vivons dans une société de libre marché, mais les circonstances actuelles sont absolument injustes pour les gens qui en font les frais.

**M. Macklem :** Je vous dirai que nous partageons vos préoccupations. Nous reconnaissons que, malheureusement, les effets de l'inflation sont très inégaux. Les Canadiens à faible revenu sont touchés de façon disproportionnée par ce taux d'inflation élevé. Les nécessités de la vie des personnes à faible revenu représentent une part beaucoup plus importante de leur budget, et il est impossible de réduire les nécessités de la vie. Même les Canadiens à faible revenu qui ont la possibilité de faire des achats à moindre coût sont déjà des acheteurs très prudents, ils recherchent déjà les produits les moins chers. Il leur est plus difficile de faire d'autres achats. Nous reconnaissons tout à fait que l'inflation touche de façon disproportionnée les Canadiens à faible revenu.

Malheureusement, il n'est pas facile de rétablir la stabilité des prix. La demande sur le marché du travail est en surchauffe, et pour revenir à votre question, sénateur Loffreda, il nous faudra une période de faible croissance. Nous prévoyons une croissance nulle au cours de ces trois prochains trimestres. Il faut que l'offre reprenne la place qui lui revient. Nous devons rétablir l'équilibre sur le marché du travail. Nous sommes conscients que, malheureusement, cela pourra nuire aux travailleurs les plus vulnérables. La transition sera difficile pour certains, mais il n'y a vraiment pas d'autre solution. Nous devons traverser cette période pour réduire la pression sur les prix et faire baisser l'inflation afin de revenir à une croissance durable avec un faible taux d'inflation.

**La présidente :** Merci, monsieur le gouverneur.

**La sénatrice Marshall :** Merci d'être venus ce soir. Je m'intéresse en fait aux états financiers de la banque et à leur incidence sur les résultats financiers du gouvernement.

Je regardais vos états financiers trimestriels de la fin de juin, et j'ai lu quelque part dans les médias que vous vous attendiez à constater des pertes au cours de ces prochaines années. En examinant les états financiers trimestriels, j'ai remarqué une différence frappante entre ces charges d'intérêts et celles de l'an dernier.

J'ai vu que vous prévoyez qu'elles s'élèveront à 4 ou 5 milliards de dollars au cours de ces deux prochaines années. Est-ce encore le bon chiffre? À mesure que vous augmenterez les taux, vos dépenses augmenteront. Ce montant de 4 ou 5 milliards de dollars est-il encore valide? Comment évoluera-t-il? Je voudrais le savoir. Le gouvernement va-t-il vous donner cet

the indemnity agreement? I think it's going to end up in the government's bottom line anyway, but I would just like to know how you're going to deal with at the bank.

**Mr. Macklem:** All good questions, and I'll let the CPA at the table answer them.

**Ms. Rogers:** Senator Marshall, you're always interested in our balance sheet. From one accountant to another, it's not a conventional balance sheet and it's not easy to understand.

Over the last couple years, our balance sheet has grown significantly. We have more assets on our balance sheet than we normally would. Those assets are interest-bearing, so they are producing some income. We also have liabilities in our balance sheet that are variable, so the losses that we're experiencing right now are what we would call "interest rate risk." So yes, it's a mismatch.

The thing about the bank is that with the legislation that we operate under, we don't retain any of our income. We don't build up a reserve to manage losses, which is as it should be in normal times. In a typical year, we would return about a billion dollars every year to the government's bottom line. In the last couple years, as our balance sheet has grown, we've had more assets. We've turned over an excess \$2.5 billion for the last couple of years, so over the last few years, somewhere close to \$10 billion.

Over the next three years, for a very temporary period of time, we will experience operating losses because of that mismatch. You asked specifically about the indemnity —

**Senator Marshall:** Do the indemnity agreements cover that \$4, \$5 or \$6 billion, or whatever it's going to be?

**Ms. Rogers:** It doesn't. The indemnity we have in place now that you see on our balance sheet covers the mark-to-market losses. The operating losses from the mismatch are not part of that indemnity. This is not a unique problem to the Bank of Canada. Our fellow central banks — as the governor described — the quantitative easing response to the pandemic was something most developed countries and most central banks undertook. So this is something that most of our peer central banks are dealing with. They're solving it in a variety of different ways. In some cases, the governments are giving them indemnity that covers operating losses. That's one way.

**Senator Marshall:** I saw that.

argent? Ces frais sont-ils prévus dans l'entente d'indemnisation? Je pense que nous finirons par le voir dans le bilan du gouvernement de toute façon, mais j'aimerais savoir comment la banque va traiter ces charges.

**M. Macklem :** Vos questions sont excellentes, et je vais demander à l'experte-comptable d'y répondre.

**Mme Rogers :** Sénatrice Marshall, vous vous intéressez toujours à notre bilan. Entre nous, qui sommes comptables, je vous dirai que ce n'est pas un bilan classique et qu'il n'est pas facile à comprendre.

Au cours de ces deux dernières années, notre bilan a augmenté considérablement. Nous avons plus d'actifs que d'habitude. Comme ces actifs portent intérêt, ils produisent un certain revenu. Notre bilan contient également des passifs qui sont variables, de sorte que les pertes que nous subissons actuellement sont ce que nous appelons des « risques de taux d'intérêt ». Alors, oui, il y a un manque de concordance.

La loi qui régit la banque ne lui permet pas de conserver une partie de ses revenus. Nous ne pouvons donc pas accumuler une réserve pour gérer les pertes, comme cela devrait être le cas en situation normale. En temps normal, le gouvernement récupérerait environ un milliard de dollars chaque année. Ces deux ou trois dernières années, notre bilan a augmenté, car il contenait plus d'actifs. Nous avons versé un excédent de 2,5 milliards de dollars au cours de ces deux ou trois dernières années, soit près de 10 milliards de dollars au cours de ces dernières années.

Ces trois prochaines années, pendant une période très brève, nous subirons des pertes d'exploitation en raison de ce manque de concordance. Vous avez posé une question précise au sujet de l'indemnisation...

**La sénatrice Marshall :** Les ententes d'indemnisation couvrent-elles ces 4, 5 ou 6 milliards de dollars?

**Mme Rogers :** Non. L'indemnisation que nous avons maintenant et que vous voyez sur notre solde couvre les pertes à la valeur du marché. Les pertes d'exploitation découlant de ce manque de concordance ne sont pas couvertes par cette indemnisation. La Banque du Canada n'est pas la seule à faire face à ce problème. D'autres banques centrales — comme le gouverneur a indiqué en parlant de la plupart des pays développés — ont pris des mesures d'assouplissement quantitatif face à la pandémie. La plupart des banques centrales traitent ces pertes. Elles les règlent de différentes façons. Dans certains cas, leur gouvernement leur accorde une indemnisation qui couvre les pertes d'exploitation. C'est une façon de faire.

**La sénatrice Marshall :** J'ai vu cela.

**Ms. Rogers:** In the U.S., the Fed uses U.S. GAAP. What they do is they take the operating loss and turn it into a deferred asset, and then they run that deferred asset down over time, future earnings. Other central banks retain their earnings, so they have something to offset the losses. There is a variety of different ways you can solve this. The decision is ultimately for the government to make.

**Senator Marshall:** Have they made a commitment they're going to send you a cheque? Or are you just going to carry those losses, with the intent that in the future they'll turn around? I'm trying to get handle on how it's going to impact the government's bottom line. If they don't give you the money for it, they're going to consolidate it.

**Ms. Rogers:** Yes. They're still evaluating the different options. They've looked at the different ways central banks have done this.

**Senator Marshall:** The \$33 billion or \$35 billion that is on the balance sheet that's covered by the indemnity agreement, as rates go up — because you've said that rates are going to go up again — that will also increase, won't it?

**Ms. Rogers:** Yes. It's a mark-to-market.

**Mr. Macklem:** The balance sheet is running down, so that will diminish it. If rates go up, that will increase it. There is some offsetting effect. As rates have gone up, it has gone up.

**Senator Marshall:** You're going to continue to let them roll off. You're not going to sell them.

**Mr. Macklem:** That's our intention.

**Senator Smith:** Welcome again, governor and deputy governor. I just want get back to what Senator Massicotte was talking about, namely, mortgage defaults. The Office of the Superintendent of Financial Institutions, or OSFI, has raised alarms about mortgage defaults and advised banks and lenders to be prepared to handle the consequences.

What type of system are you looking at in terms of the level of mortgage defaults increasing? Are you watching and monitoring that? Have there been any surprises? Where do you see that going and the impact it will have? At the end of the day, if it gets to too high a level, the Canada Mortgage and Housing Corporation, or CMHC, is the backstop behind the central bank. How do you look at that? How concerned are you, and do you have any comments about managing through that particular storm?

**Mr. Macklem:** I'm looking at the senior deputy governor.

**Mme Rogers :** Aux États-Unis, la Réserve fédérale utilise les principes comptables généralement reconnus dans ce pays. Elle transforme les pertes d'exploitation en actifs reportés, puis elle les réduit au fil du temps avec les recettes. D'autres banques centrales conservent leurs bénéfices, ce qui leur permet de compenser les pertes. Il y a différentes façons de résoudre ce problème. En fin de compte, la décision relève du gouvernement.

**La sénatrice Marshall :** S'est-il engagé à vous envoyer un chèque? Ou allez-vous simplement assumer ces pertes en sachant qu'elles se compenseront au fil du temps? J'essaie de comprendre comment cela influera sur les résultats financiers du gouvernement. S'il ne vous donne pas l'argent pour ces pertes, il les consolidera.

**Mme Rogers :** Oui. À l'heure actuelle, il évalue ses différentes options. Il examine ce qu'ont fait les autres banques centrales.

**La sénatrice Marshall :** La somme de 33 ou 35 milliards de dollars qui figure dans le bilan et qui est couverte par l'entente d'indemnisation va aussi augmenter à mesure que les taux augmenteront — vous avez dit que les taux vont encore augmenter —, n'est-ce pas?

**Mme Rogers :** Oui. C'est une valeur marchande.

**M. Macklem :** Le bilan est à la baisse, alors cette somme diminuera. Si les taux augmentent, elle augmentera. C'est un effet compensatoire. À mesure que les taux ont augmenté, cette somme a augmenté.

**La sénatrice Marshall :** Vous les laisserez décroître. Vous n'allez pas les vendre.

**M. Macklem :** C'est notre intention.

**Le sénateur Smith :** Bienvenue une fois de plus, monsieur le gouverneur et madame la sous-gouverneure. J'aimerais revenir aux défauts de paiement hypothécaire dont parlait le sénateur Massicotte. Le Bureau du surintendant des institutions financières a sonné l'alarme au sujet des défauts de paiement hypothécaire et a conseillé aux banques et aux prêteurs d'être prêts à faire face aux conséquences.

Quel type de système envisagez-vous d'établir pour faire face à cette augmentation des défauts de paiement hypothécaire? Surveillez-vous cela? Avez-vous constaté des cas très particuliers? À votre avis, où cela va-t-il nous mener et quelles répercussions cela aura-t-il? En fin de compte, si la situation devient trop grave, la Société canadienne d'hypothèques et de logement, la SCHL, est le filet de sécurité de la banque centrale. Que pensez-vous de cela? Dans quelle mesure êtes-vous inquiet, et avez-vous des commentaires sur la façon de gérer cette crise?

**M. Macklem :** Je vais demander à la sous-gouverneure de répondre à cela.

**Senator Smith:** I saw you looking over your shoulder there.

**Ms. Rogers:** Just one point of clarification: the CMHC backstops the mortgages held on commercial banks.

Your question is a good one. I think we're acutely aware that interest rate increases are feeding through in particular right now at the outset to the housing market and to people's mortgage payments.

Most mortgages in Canada, up until quite recently, were fixed-rate mortgages. There was a period over the last year when there were more variable rate mortgages on a flow basis. We've been told by most commercial banks that many of those mortgages have since been converted to fixed-rate mortgages. Many Canadians' mortgages are locked in at this point.

With respect to what we are hearing from banks and seeing in the data that we gather, we aren't seeing an uptick in defaults, but we're conscious there is a lag. Defaults are a lagging indicator; any good bank regulator will tell you that.

Banks are being proactive in reaching out to their borrowers — that's the other thing they're telling us — and making sure they work with borrowers. It's not in a bank's interest for borrowers to go into default, so I think they are actively working with the portion of borrowers who are feeling stress with the higher rate.

It's OSFI's job to be proactive, and that's what they're doing. They're telling banks to be careful. What OSFI would also tell you, and what we would tell you, is we regularly stress test our banks for severe economic downturns, and they pass. Our banks are very well capitalized, even in a highly stressed event.

If you're speaking about just the banks, I think they'll be fine.

I think what we're focused on and what banks are focused on is making sure their borrowers can weather the increase in interest rates.

**The Chair:** Just on that point, we had a witness here from the Bank of Montreal, Mr. Kavcic, who was saying — and I think it was Senator Marshall who had asked the question — that compared to the 1980s when interest rates were 18%, 20%, et cetera, this looks a lot easier to deal with. He said it's not any easier, because it's the level that matters, the change, for economic growth. We can't look at this and say, "Oh, well, I think we'll weather this storm in the short term." He is saying this is every bit as serious as it was then.

Do you agree or disagree?

**Le sénateur Smith :** Oui, je vous ai vu lui lancer un coup d'œil.

**Mme Rogers :** Une petite précision : la SCHL protège les prêts hypothécaires détenus par les banques commerciales.

C'est une bonne question. Nous sommes tout à fait conscients du fait que les augmentations des taux d'intérêt se répercutent en particulier, dès le départ, sur le marché de l'habitation et sur les paiements hypothécaires des gens.

Jusqu'à tout récemment, la plupart des prêts hypothécaires au Canada étaient des prêts à taux fixe. Pendant une période, l'année dernière, nous avons vu plus de prêts hypothécaires à taux variable. La plupart des banques commerciales nous ont dit que bon nombre de ces prêts ont depuis été convertis en prêts à taux fixe. À l'heure actuelle, les prêts hypothécaires de nombreux Canadiens sont immobilisés.

D'après les banques et les données que nous recueillons, nous ne constatons pas de hausse des défauts de paiement, mais nous sommes conscients qu'il y a des retards. Le défaut de paiement est un indicateur tardif, tout bon organisme de réglementation bancaire vous le dira.

Les banques communiquent activement avec leurs emprunteurs — c'est l'autre chose qu'elles nous disent — pour collaborer avec eux. Il n'est pas dans l'intérêt d'une banque que les emprunteurs se retrouvent en défaut de paiement, alors je pense qu'elles suivent activement les emprunteurs qui ressentent du stress à cause de l'augmentation des taux.

Le Bureau du surintendant s'en charge activement, c'est sa responsabilité. Il avertit les banques de faire attention. Il vous dirait comme nous que nous soumettons régulièrement nos banques à des tests de tension pendant les graves ralentissements économiques, et elles réussissent à les traverser. Nos banques sont très bien capitalisées, même en cas d'événements stressants.

Si vous ne parlez que des banques, je pense que tout ira bien.

Nous nous concentrons, tout comme les banques, à veiller à ce que leurs emprunteurs résistent à la hausse des taux d'intérêt.

**La présidente :** À ce sujet, un témoin de la Banque de Montréal, M. Kavcic, nous a dit — en répondant à une question de la sénatrice Marshall, si je me souviens bien — que, comparativement aux années 1980 où les taux d'intérêt gravitaient entre 18 et 20 %, la situation semble beaucoup plus facile à gérer. Il a ajouté qu'elle n'est pas plus facile à gérer, parce que ce qui compte est le niveau et le changement de la croissance économique. Nous ne pouvons pas nous contenter de traverser cette crise à court terme. Selon lui, la situation est tout aussi grave qu'elle l'était à l'époque.

Êtes-vous d'accord avec lui?

**Ms. Rogers:** There are two ways to look at that. I think your question, Senator Smith, was about the strength of the banks to withstand this.

The comparison I would make to previous downturns is that the banks are better capitalized now. They're more prudent.

Your question, Senator Wallin, was more about the broader effect on the economy.

A colleague of mine in testimony here or maybe in the House made a very valid point, which is that Canadians pay their mortgages. What we worry about on a macro level is that's all they pay, so it does slow down the economy. Certainly, as more of your income goes to your mortgage payment, it does weigh on the economy, but we have factored that into our forecast. That is the slowing in demand that comes with an increase in interest rates, and it is the thing we need right now to get the economy back in balance.

Homes are the thing that most of us borrow to buy, so they're always going to be the thing that is affected first and most by increases in interest rates. It's an intended outcome. It is stressful for some borrowers. We absolutely understand that.

**The Chair:** Yes. He was making that same point that banks don't worry because Canadians are very diligent about paying bills when it comes to their homes.

**Senator Woo:** Thank you, governor and senior deputy, for being here. Canada is an open economy, highly dependent on trade and has looked to global markets for inputs of all sorts, essentially based on efficiency criteria. But our government seems to be taking us in a different direction in terms of the future of our trading relationships. We have heard senior ministers talk about re-shoring, friend-shoring and even decoupling.

What effect will this much more limited approach to international trade have on inflation? One would have to expect that costs will go up. If, in fact, you agree that there will be an impact on inflation, can you give us a sense of the orders of magnitude and the duration of this structural change in the way we interact with the world?

**Mr. Macklem:** I think it's more speculation than precise estimate.

I would say two things. We actually reflected this in our recent *Monetary Policy Report*. At the beginning of the pandemic, we saw that supply chains were very disrupted. We did not expect that this was going to last two years; we thought they would go back to normal. However, the longer this has lasted and the more pervasive these supply issues have been for companies,

**Mme Rogers :** Il y a deux façons de voir les choses. Je crois que votre question, sénateur Smith, portait sur la capacité des banques de résister à cette situation.

Par rapport aux ralentissements antérieurs, les banques sont maintenant mieux capitalisées. Elles sont plus prudentes.

Votre question, sénatrice Wallin, portait davantage sur l'effet global que cela aura sur l'économie.

Un de mes collègues qui a témoigné ici, ou peut-être à la Chambre, a soulevé un point très valable. Il a souligné que les Canadiens paient leurs prêts hypothécaires. Au niveau macroéconomique, nous nous inquiétons du fait qu'ils ne paient plus rien d'autre, ce qui ralentit l'économie. Il est certain que leur prêt hypothécaire draine une plus grande partie du revenu des gens, ce qui pèse sur l'économie, mais nous en avons tenu compte dans nos prévisions. C'est le ralentissement de la demande qui a causé cette hausse des taux d'intérêt dont nous avons besoin pour rétablir l'équilibre économique.

La plupart d'entre nous empruntent pour acheter une maison, alors elles sont toujours les premières touchées par les hausses des taux d'intérêt. C'est un résultat prévu. Cela cause du stress à certains emprunteurs, nous le comprenons tout à fait.

**La présidente :** Oui. Il disait lui aussi que les banques ne s'inquiètent pas, parce que les Canadiens font preuve d'une grande diligence en payant le prêt hypothécaire de leur maison.

**Le sénateur Woo :** Merci d'être venus, monsieur le gouverneur et madame la sous-gouverneure. Le Canada est une économie ouverte et fortement tributaire du commerce qui se tourne vers les marchés mondiaux pour obtenir des intrants de toutes sortes, essentiellement en fonction de critères d'efficacité. Mais notre gouvernement semble nous entraîner dans une direction différente en préparant l'avenir de nos relations commerciales. Nous avons entendu des ministres de premier plan parler de relocalisation, de relations limitées aux pays amis et même de découplage.

Quel effet cette approche beaucoup plus limitée du commerce international aura-t-elle sur l'inflation? Il faut s'attendre à ce que les coûts augmentent. Si vous convenez qu'elle aura des répercussions sur l'inflation, pouvez-vous nous donner une idée de l'ampleur et de la durée de cette façon différente d'interagir sur les marchés internationaux?

**M. Macklem :** Je pense qu'il s'agit plutôt de spéculation que de prévision.

Je vous dirai deux choses. Nous en avons tenu compte dans notre récent *Rapport sur la politique monétaire*. Au début de la pandémie, les chaînes d'approvisionnement étaient très perturbées. Nous ne nous attendions pas à ce que cela dure deux ans; nous pensions qu'elles reviendraient à la normale. Cependant, plus les perturbations durent longtemps, plus ces

regardless of what governments do, you're seeing changes in behaviour in companies. Companies are looking to simplify their supply chains. They're looking to diversify their supply chains. They're looking to standardize their supply chains. They're planning to hold more inventory than they used to because some people say it's more "just in case" now than "just in time."

That is going to have an effect. That means that the system will be more resilient but less efficient, so it will be more costly. That will build a permanently higher-cost structure. Certainly, for a period, it could have some inflationary consequences. Basically, the supply side is not going to be as elastic as it was, so as we adjust to that higher-cost structure for a period, it will create some inflationary pressures.

Inflation, remember, is an ongoing increase in prices. Once you have adjusted, it's not inflationary anymore, but the cost is permanently higher.

I think it is fair to say that we have somewhat changed our view. We thought it was going to go more back to normal, but the longer this has lasted we've increasingly come to the view that these effects are going to be more permanent.

Coming back to governments, the reality is that the global geopolitical situation has become much more complicated. Regardless of what governments do, we're hearing that if companies have trade relationships in places where they're nervous about the geopolitical future, they're not putting money toward deepening that trade relationship; they're pulling back.

You're absolutely right: Canada is a trading nation. Our biggest trading partner by far is the United States. One thing we do need to look at is that we have very privileged trade access in the world; we've got among the best trade access in the world, as you're well aware. That is serving us very well, but our trade is very concentrated. I've been at this committee before in other capacities saying that we need to diversify our trade. That is looking tougher now. So if we can't diversify our trade, maybe we can deepen our trade relationships with our biggest trading partners and get as much benefit from globalization as we can.

The world is changing. Companies are reacting, and governments need to look at what is the best way forward.

**Senator Woo:** That's right. Your models would be right to predict that there would be some reversion to the previous supply chain models, with modifications, because companies' behaviours change because circumstances have changed.

problèmes d'approvisionnement deviennent omniprésents pour les entreprises. Quoi que fassent les gouvernements, les entreprises changent de comportement. Elles cherchent à simplifier leurs chaînes d'approvisionnement, à les diversifier et à les normaliser. Elles accumulent du stock « au cas où » au lieu de « juste-à-temps ».

Cela aura des répercussions. Le système sera plus résilient, mais moins efficace, donc plus coûteux. Cela produira une structure permanente de coûts plus élevés. Il est certain que, pendant un certain temps, cela pourrait avoir des conséquences inflationnistes. Essentiellement, l'offre ne sera pas aussi élastique qu'elle l'était, de sorte que si nous nous adaptons à cette structure de coûts plus élevés pendant une certaine période, cela créera des pressions inflationnistes.

N'oubliez pas que l'inflation est une augmentation constante des prix. Une fois que l'on effectue l'ajustement, il n'y a plus d'inflation, mais les prix restent plus élevés.

Nous avons quelque peu changé d'avis. Nous pensions que la situation allait revenir à la normale, mais plus elle durait, plus nous en sommes venus à penser que ses effets allaient être permanents.

Pour en revenir aux gouvernements, la situation géopolitique mondiale s'est considérablement compliquée. Nous entendons dire que quoi que fassent les gouvernements, les entreprises qui font des affaires dans des pays dont l'avenir géopolitique est hasardeux cessent d'investir dans ces relations commerciales et qu'elles préfèrent s'en retirer.

Vous avez tout à fait raison, le Canada est un pays commerçant. Notre principal partenaire commercial est, bien sûr, les États-Unis. Nous devons tenir compte du fait que nous avons un accès commercial très privilégié dans le monde; nous avons l'un des meilleurs accès commerciaux au monde, et vous le savez bien, c'est un énorme avantage. Cependant, notre commerce est très concentré. J'ai déjà comparu devant votre comité à d'autres occasions pour souligner que nous devons diversifier nos échanges commerciaux. Cela semble plus difficile maintenant. Par conséquent, si nous ne pouvons plus le faire, nous pourrions peut-être approfondir nos relations commerciales avec nos plus grands partenaires commerciaux et profiter le plus possible de la mondialisation.

Le monde change. Les entreprises réagissent, et les gouvernements doivent trouver la meilleure façon de procéder.

**Le sénateur Woo :** C'est exact. Vos modèles auraient raison de prédire un certain retour aux modèles antérieurs de la chaîne d'approvisionnement, quoique légèrement modifiés, parce que les entreprises modifient leur comportement en fonction des circonstances.

But what appears to be happening is not that the government is following the private sector, but the government is actually trying to lead the private sector to consciously stay away from certain markets on the basis of — I'm not sure what terms they've used — whether they are democracies, autocracies, whether they're friends, et cetera.

To me, that would dramatically reduce the set of options for businesses, even businesses that already want to rationalize the supply chains. They went to second source and it all makes sense. But if they can't second source in a country that's not on the friends list, surely that will push costs up even more than it would have if they were simply being more precautionary.

**Mr. Macklem:** Those are decisions for governments and parliamentarians. I'm going to leave it to them.

I'm not disputing that these will have consequences. These will have costs, and you have to find the best way forward. But I do think there are opportunities, even within our own country, to reduce the costs of trade. We could reduce interprovincial trade barriers. We could deepen and lower the cost of trade, even within Canada. That's totally within our domain. We might be able to do it with some of our largest trading partners, which are large, friendly democracies.

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

We live in an oligopolistic economy, and your October report identified that core inflation remains persistent, yet a lot of the core input costs in some areas have really started to reduce. Even agricultural commodities are seeing a drop. The Competition Bureau has just initiated a study of grocery store pricing, and we saw the banks increase their profits at six times the rate of inflation through the pandemic.

Interest rate changes are a blunt instrument that take effect 12 to 18 months down the line and certainly have a negative effect on people's lives on the way up and a good effect on the way down.

Do you find evidence that increased competition might make your job easier by bringing prices down faster as we start to get through these periods of inflation?

**Ms. Rogers:** Yes. This goes back to the previous comments. Certainly, in an environment of high inflation and excess demand, competitive forces don't function well, and we're seeing that in the sense that companies are passing the full impact of input prices on to customers.

Cependant, il ne semble pas que le gouvernement suive le secteur privé. Il s'efforce en fait d'amener le secteur privé à choisir consciemment ses marchés en se fondant sur certains critères — je ne sais pas quels termes le gouvernement utilise pour cela — comme le niveau démocratique, autocratique, amical, des différentes nations.

À mon avis, cela réduit considérablement les options des entreprises, même de celles qui cherchent déjà à optimiser leurs chaînes d'approvisionnement. Elles se tournent vers une deuxième source, et c'est tout à fait logique. Mais si cette deuxième source se trouve dans un pays qui ne figure pas dans la liste des amis, leurs coûts augmenteront encore plus que si elles n'avaient agi que de manière prudente.

**M. Macklem :** Ces décisions relèvent des gouvernements et des parlementaires. Je vais les laisser décider.

Il est évident que cela aura des conséquences. Cela haussera les coûts, alors il faudra choisir la meilleure façon de procéder. À mon avis, il est possible, même à l'intérieur de notre pays, de réduire les coûts du commerce. Nous pourrions réduire les obstacles au commerce interprovincial. Nous pourrions accroître et réduire les coûts du commerce même à l'intérieur du Canada. C'est tout à fait de notre ressort. Nous pourrions peut-être le faire avec certains de nos plus importants partenaires commerciaux, qui sont de grandes démocraties amies.

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

Notre économie est oligopolistique. De plus, votre rapport d'octobre souligne que, selon l'indice de référence, l'inflation persiste. Toutefois, dans certaines régions, une grande partie des coûts des intrants de base ont commencé à diminuer. Même les coûts des denrées agricoles ont baissé. Le Bureau de la concurrence vient de lancer une étude sur les prix des produits d'épicerie, et pendant la pandémie, les profits des banques ont augmenté à un taux six fois plus élevé que le taux de l'inflation.

Les taux d'intérêt sont des instruments mal affûtés dont les répercussions se font sentir 12 à 18 mois plus tard. Ils ont un effet négatif sur la vie des gens lorsqu'ils sont à la hausse et un effet positif quand ils baissent.

Ne pensez-vous pas qu'une stimulation de la concurrence nous faciliterait le travail en abaissant les prix plus rapidement pendant ces périodes d'inflation?

**Mme Rogers :** Tout à fait. Cela nous ramène aux observations précédentes. Dans un contexte de forte inflation et de demande excédentaire, les forces de la concurrence ne fonctionnent pas bien, car les entreprises refilent à leurs clients la hausse des prix des intrants.



The Competition Bureau is the right organization to investigate this. The contribution that the Bank of Canada can make to this situation is to bring demand down, get the economy back in balance and get inflation back to target, because that's an environment where companies feel competitive pressure, and that results in price competition for consumers.

**Senator C. Deacon:** Have you found places where competitive forces on a sectoral basis respond more rapidly due to increased competition? Have you done any analysis into this as you look around globally? That would make your job easier if you could count on that actually helping to accelerate your efforts on the far side of this.

**Mr. Macklem:** What I'll say is we have done research on how prices behave in different regimes. When you have high inflation, and particularly when you have excess demand, as we've been discussing, what you see is that the price behaviour changes. Price changes become more rapid. Things get passed through very quickly, and it's easy for companies to basically pass through all their higher costs to their consumers.

This is like the fundamental problem with inflation. We work in a market-based economy. Prices are signals, but inflation just blurs all that signal. Normally, when you see the price of something go up at one store, you think, "I'm going to go look at another store and see if I can get this at a better deal." But when all prices are going up, you give up. You say, "Well, this is just what it costs." Then that makes it still easier for companies to pass through.

We've seen this in different countries and different periods of time. The questions that the Competition Bureau has posed are good questions. We're looking forward to seeing the output.

I think the contribution the Bank of Canada can make is to get demand and supply better balanced, get inflation coming down and restore the role of competition in the economy so that when companies are taking a pricing decision, they're thinking, "Boy, if I raise my price, I'm going to lose some customers because they're going to go somewhere else." We've got to get that back.

**Senator C. Deacon:** Over the long haul, increased competition is a very important ally in your work. Thank you very much.

**The Chair:** So we have several people on second round and our time is fleeting. So it's about a minute for question and answer on each one. Senator Gignac, go ahead.

**Senator Gignac:** Just to follow up with the interesting discussion you had with our colleague Senator Yussuff about the record profit margin and the ability so far of the companies to translate the costs, including wages acceleration, to the consumer. I remember in the 1970s how it finished. It was that

Le Bureau de la concurrence est très bien placé pour étudier cela. Pour aider à régler cette situation, la Banque du Canada peut faire baisser la demande, rééquilibrer l'économie et ramener l'inflation à la cible. Alors seulement les entreprises sentiront à nouveau la pression de la concurrence et devront baisser leurs prix pour les consommateurs.

**Le sénateur C. Deacon :** Avez-vous remarqué des domaines sectoriels où les forces concurrentielles réagiront plus rapidement à une stimulation de la concurrence? Avez-vous analysé cette situation à l'échelle mondiale? Cela faciliterait votre travail si vous pouviez compter sur cela pour accélérer votre intervention.

**M. Macklem :** Je dirais que nous avons fait des recherches sur la façon dont les prix se comportent dans différents régimes. Lorsque l'inflation est élevée, surtout avec une demande excédentaire, comme nous l'avons dit, le comportement des entreprises change. Elles haussent leurs prix plus rapidement. Elles refilent tout de suite l'augmentation des coûts aux consommateurs.

C'est en fait le problème fondamental de l'inflation. Dans notre économie de marché, les prix sont des indices, mais l'inflation brouille ces signaux. Normalement, en voyant que le prix d'un produit a augmenté dans un magasin, les gens vont voir si un autre magasin offre un meilleur prix. Mais si tous les prix augmentent, ils les acceptent. Cela rend la tâche des entreprises encore plus facile.

Nous avons constaté ce phénomène dans différents pays et à différentes périodes. Le Bureau de la concurrence a posé de bonnes questions. Nous avons hâte de voir les résultats.

À mon avis, la Banque du Canada peut y contribuer en s'efforçant d'équilibrer la demande et l'offre, de faire baisser le taux d'inflation et de rétablir le rôle de la concurrence dans l'économie. Nous voulons que les entreprises remarquent que si elles augmentent leurs prix, elles perdront des clients. Nous devons rétablir cette façon de penser.

**Le sénateur C. Deacon :** À long terme, la stimulation de la concurrence vous aidera considérablement. Merci beaucoup.

**La présidente :** Nous avons plusieurs personnes à la liste du deuxième tour, et le temps file. Je vais donc accorder environ une minute pour les questions et les réponses. Sénateur Gignac, à vous la parole.

**Le sénateur Gignac :** Je vais poursuivre la discussion intéressante que vous avez entamée avec notre collègue, le sénateur Yussuff. Les entreprises se taillent des marges de profit plus élevées que jamais et refilent leurs coûts, notamment l'augmentation des salaires, aux consommateurs. Je me souviens

interest rate had to exceed inflation. It was finally the only way to fight inflation.

So in the context that provincial governments will send more money to the taxpayer — it will be the case in Quebec and even the federal government will send more money — that will contribute to stimulate demand. In the context you mentioned yourself that so far the Consumer Price Index, or CPI — is related to energy, so it's not —

**The Chair:** Let's get to our question.

**Senator Gignac:** Why have you surprised the market by increasing only 50 basis points rather than 70? We don't know what the fed will do tomorrow, but you have taken that bet and signalled that most of that job is almost done. So we are very far. We are still at huge negative real rates as we speak.

**Mr. Macklem:** We are still at negative real rates at the short end of the curve, but as you go out longer, inflation expectations come down. So we're at positive real rates at the borrowing horizons that most people are borrowing. Based on expectations, yes, but that's how you measure them.

Why did we do 50 versus something else? Well, first of all, I would stress 50 basis points is a bigger than normal step. It's a big step. I mean we normally move in steps of 25. So it's already a big step, and we judge that we needed a big step for the very reasons we've been talking about. Inflation is too high, it's generalized, the economy is in excess demand — it is slowing but it's still in excess demand; demand is still running ahead of supply — and that is creating those price pressures. To get back where we started, we still have excess demand and that's still creating upward pressure. Right now short-term expectations of inflation are high, and the longer they are high, the bigger the risk that it bleeds into higher long-run expectations. So, for all of those reasons, we judged it appropriate to take a bigger than normal step.

But to get to your question about 50 versus 75, we are starting see evidence that the economy is slowing. In July, we increased by 100; in September we increased by 50. Coming into this decision, interest rates were already a lot higher and the effects of those — we're starting to see the effects.

**Senator Gignac:** Unless you don't believe that we have the risk to repeat the 1970s experience.

de la fin des années 1970. Le taux d'intérêt devait dépasser celui de l'inflation. Ce fut en fin de compte la seule façon de lutter contre l'inflation.

Donc quand les gouvernements provinciaux vont envoyer plus d'argent aux contribuables — ce qui sera le cas au Québec et même au fédéral —, ils contribueront à stimuler la demande. Dans le contexte que vous avez vous-même mentionné, jusqu'à maintenant, l'indice des prix à la consommation est lié à l'énergie, alors ce n'est pas...

**La présidente :** Veuillez poser votre question.

**Le sénateur Gignac :** Pourquoi avez-vous surpris le marché en augmentant seulement de 50 points de base et non de 70 points? Nous ne savons pas ce que fera la Réserve fédérale américaine, mais vous avez parié que la majeure partie de ce travail était terminée. Toutefois, nous en sommes encore très loin. À l'heure actuelle, les taux d'intérêt réels négatifs sont encore extrêmement élevés.

**M. Macklem :** Nous avons encore des taux d'intérêt réels négatifs, mais à court terme. Au fil du temps, les anticipations inflationnistes diminueront. Nous avons donc des taux d'intérêt réels positifs à l'horizon des emprunts que font la plupart des gens. En fonction des attentes, oui, mais c'est ainsi qu'on les mesure.

Pourquoi en avons-nous choisi d'augmenter de 50 points? Eh bien, tout d'abord, je dirais qu'une augmentation de 50 points de base est plus élevée que ce que l'on fait habituellement. C'est un pas de géant. D'habitude, nous augmentons les taux de 25 points de base. Nous estimions que nous devions faire ce pas de géant pour les raisons dont nous venons de discuter. L'inflation est trop élevée, elle est généralisée, nous faisons face à un excès de la demande. En réalité, la demande ralentit, mais elle est encore excédentaire. Elle dépasse encore l'offre, ce qui fait hausser les prix. À l'heure actuelle, les anticipations inflationnistes à court terme sont élevées, et plus cela durera, plus cela se répercutera sur les anticipations inflationnistes à long terme. Donc pour toutes ces raisons, nous avons jugé approprié de prendre une mesure plus stricte que la normale.

Mais pour répondre à votre question, nous avons choisi d'augmenter le taux de 50 points et non de 75 parce que l'économie commence à ralentir. En juillet, nous avons augmenté de 100 points; en septembre, nous avons augmenté de 50 points. Au moment de prendre cette décision, les taux d'intérêt étaient déjà beaucoup plus élevés, et nous commençons à en voir les effets.

**Le sénateur Gignac :** Je suppose que vous ne pensez pas que nous risquons de nous retrouver dans la situation des années 1970.

**Mr. Macklem:** I think we do have that risk, and that's an important reason we moved rates up very rapidly, but we are starting to see the effects. We've now moved rates up rapidly, and in our judgment, we went 100, we went 50, and we felt 50 was appropriate. Looking forward, we have indicated we think interest rates need to go up, and that's maybe a bigger than normal step or maybe we can go to more normal steps, but we still have more to go.

**The Chair:** If you have a short question, let's put the questions very briefly and then give the final word to the governor.

[Translation]

**Senator Bellemare:** My question is about a short paragraph you added to the agreement. I was quite glad to see it, but I feel as though it's missing something. It's at the very end of the document.

—recognizing the limits of monetary policy, the Government and the Bank also acknowledge their joint responsibility for achieving the inflation target and promoting maximum sustainable employment.

It's the last paragraph on the last page, page 2. I thought it was worthwhile, but it seemed to me that something was missing, something along the lines of "and the Bank and the Government will work together accordingly in a sustainable way to achieve the targets."

**Mr. Macklem:** An important aspect of our system, here in Canada, is that this joint statement is made by the Government of Canada and the Bank of Canada. This is not the case in all countries. In some countries, the central bank makes this type of statement. Here in Canada, it's a joint statement. In my opinion, this adds credibility to the mandate, because it gives legitimacy to elected officials. That last sentence reflects the fact that it is a shared responsibility.

As for the degree of cooperation between the government and the Bank of Canada, in our legislation, it is very clear that the Department of Finance and the Governor of the Bank of Canada must speak regularly. I can tell you that this is the case. We share perspectives. Also, the staff at the bank and the Department of Finance share their research on forecasts, on domestic issues, and I think that's a good thing. We all work for Canadians. The bank's independence presupposes that we must make this joint statement every five years. Between these five-year periods, this means that the bank has operational independence to make decisions as per its mandate.

**M. Macklem :** Oui, nous courons ce risque, et c'est l'une des raisons importantes pour lesquelles nous avons augmenté les taux très rapidement. Nous commençons à voir des résultats. Nous avons maintenant augmenté rapidement les taux, car nous pensions qu'il serait judicieux de les augmenter de 100, 50 et 50 points. Quant à ce que nous ferons à l'avenir, eh bien, nous avons dit qu'il serait nécessaire de hausser les taux d'intérêt. Nous avons peut-être pris des mesures plus strictes que d'habitude, mais nous avons encore beaucoup à faire.

**La présidente :** Si vous avez une question, posez-la très brièvement afin de laisser plus de temps au gouverneur pour y répondre.

[Français]

**La sénatrice Bellemare :** Ma question a trait à un petit paragraphe que vous avez ajouté dans l'entente et qui m'a plu, mais j'ai l'impression qu'il manque quelque chose; c'est à la toute fin :

[...] étant conscients des limites de la politique monétaire, le gouvernement et la Banque reconnaissent aussi leur responsabilité commune dans l'atteinte de la cible d'inflation et la promotion du niveau d'emploi durable maximum.

C'est le dernier paragraphe à la dernière page, la page 3. Je trouvais cela intéressant, mais il me semblait qu'il manquait un petit quelque chose du genre : « et c'est ainsi que la Banque et le gouvernement vont décider de collaborer d'une manière durable dans l'atteinte de ces cibles ».

**M. Macklem :** Un des aspects importants de notre régime, ici au Canada, c'est qu'il s'agit d'une déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada. Ce n'est pas le cas dans tous les pays. Dans certains pays, c'est la banque centrale qui fait ce genre de déclaration. Ici au Canada, c'est une déclaration commune. À mon avis, cela ajoute de la crédibilité au mandat, parce que cela donne une légitimité aux élus. Cette dernière phrase reflète le fait qu'il s'agit d'une responsabilité partagée.

En ce qui a trait au degré de collaboration entre le gouvernement et la Banque du Canada, dans nos lois, c'est très clair que le ministère des Finances et le gouverneur de la Banque du Canada doivent se parler régulièrement. Je peux vous dire que c'est le cas. On partage les perspectives. De plus, les employés de la banque et ceux du ministère des Finances partagent leurs recherches sur les prévisions et les enjeux domestiques; je pense que c'est une bonne chose. Nous travaillons tous pour les Canadiens. Comme l'indépendance de la banque presuppose que l'on doit faire cette déclaration commune tous les cinq ans, entre ces périodes de cinq ans, la banque a une indépendance opérationnelle qui lui permet de prendre des décisions conformément à son mandat.

Therefore, they don't tell us what we should do, and we don't tell them what to do.

[English]

**Senator Loffreda:** So we talked about the real estate market, and to continue on that topic, it's been a concern in Canada for almost two decades, since the years leading up to the financial crisis of 2008. I do agree that Canadian banks are solid. The last thing Canadians stop paying is mortgages. The second-to-last is car payments, so when we see car payments start to default, we start to worry. We've monitored both for years.

I would like to have your thoughts on commercial real estate. I'm saying that because I read an article in *Forbes* in September 2022 about a commercial real estate apocalypse and the effect on the post-pandemic economy, with increasing interest rates.

Do you see increasing interest rates as a concern? I was reading that in the U.S. it creates close to 10 million jobs, 9.2 million jobs. In Canada, let's say about a tenth of that. We have a million vacancies and a million unemployed. It does create jobs. I would like to have your thoughts and comments on that and the effect of increasing interest rates. Are you concerned about what you do see with commercial real estate?

And quickly, if I look at your report on monetary policy in October 2022, and I look at inflation across the G20 economies, we're in the middle of the pack. Any learnings from countries performing better? Or is it strictly global factors? I look at some of the countries where inflation is way higher, such as the European Union and Germany, where energy is a huge factor. I don't want to mention all of the ones that are performing well, but France and Australia are performing better. Any learnings from there? Or is it strictly that inflation is more global than domestic, and there's nothing that can be done on that side and there are no learnings?

**Mr. Macklem:** Maybe I'll take the second part of your question and ask Senior Deputy Governor Rogers to talk about the commercial real estate part.

You say we're in the middle of the pack. I think we're in the better half of the pack.

**Senator Loffreda:** We're ninth among 20, but yes.

Donc, ils ne nous disent pas ce que nous devrions faire et nous ne leur disons pas quoi faire.

[Traduction]

**Le sénateur Loffreda :** Nous avons parlé du marché immobilier. Pour continuer sur ce sujet, ce secteur préoccupe le Canada depuis près de 20 ans, depuis les années qui ont précédé la crise financière de 2008. Je suis d'accord avec vous, les banques canadiennes sont solides. La dernière chose que les Canadiens cessent de payer, c'est leur prêt hypothécaire. L'avant-dernière chose qu'ils cessent de payer, c'est leur prêt automobile. Alors quand nous voyons des paiements de prêts automobiles en souffrance, nous commençons à nous inquiéter. Nous surveillons les deux depuis des années.

J'aimerais savoir ce que vous pensez de l'immobilier commercial. Je vous pose cette question, parce que j'ai lu un article publié dans *Forbes* en septembre 2022 sur l'apocalypse de l'immobilier commercial et sur l'effet qu'il a sur l'économie après la pandémie et la hausse des taux d'intérêt.

Pensez-vous que la hausse des taux d'intérêt devrait nous inquiéter? Je lisais qu'aux États-Unis, elle a créé près de 10 millions d'emplois ou, plus exactement, 9,2 millions. Au Canada, nous n'avons vu qu'un dixième de cela. Nous avons un million de postes vacants et un million de chômeurs. L'augmentation des taux d'intérêt crée des emplois. J'aimerais savoir ce que vous pensez de cela et de l'effet qu'a l'augmentation des taux d'intérêt. Êtes-vous préoccupé par ce que vous voyez dans l'immobilier commercial?

Et rapidement, si je regarde votre rapport sur la politique monétaire d'octobre 2022 et que j'examine les taux d'inflation des économies du G20, nous sommes au milieu du peloton. Pouvons-nous tirer des leçons des pays qui ont un meilleur rendement? S'agit-il uniquement de facteurs mondiaux? Je regarde certains des pays où l'inflation est beaucoup plus élevée, comme l'Union européenne et l'Allemagne, et où l'énergie est un facteur très important. Je ne veux pas mentionner tous ceux qui ont un bon rendement, mais la France et l'Australie ont un meilleur rendement que nous. Pouvons-nous tirer des leçons de ces expériences? Pensez-vous au contraire que l'inflation est plus mondiale que nationale, qu'il n'y a rien à faire de ce côté-là et que nous n'avons aucune leçon à en tirer?

**M. Macklem :** Je vais peut-être répondre à la deuxième partie de votre question et demander à la première sous-gouverneure Rogers de parler de l'immobilier commercial.

Vous dites que nous nous situons au milieu du peloton. À mon avis, nous sommes dans la meilleure moitié du peloton.

**Le sénateur Loffreda :** Nous sommes au 9<sup>e</sup> rang sur 20, mais en effet, vous avez raison.

**Mr. Macklem:** If you looked at the numbers that came out today, most European inflation rates just went up. In fact, Netherlands is at 17.1, Italy is at 12.8, Germany is at 10.9 and France is at 7.1.

Particularly their natural gas prices have really moved up. Natural gas markets aren't linked the way global oil markets are because it's difficult to transport natural gas. You can do it through liquified natural gas, but there's not enough capacity to equalize prices. They're being affected by higher energy prices, so you're seeing higher inflation in Europe.

I think what is striking about this experience is that we all went through a pandemic, we've all seen a very severe recession and we've all faced a lot of downward pressure on inflation. Most countries have had a very rapid recovery, and now we're all facing the other side of that.

In some places, it is worse than others. Speaking about monetary policy, we were among the very first to stop quantitative easing. We were among the first to start reducing our balance sheet. We've had one of the most rapid increases in interest rates, and I do think we're at least in the better half of that distribution. I don't think those things are unrelated.

I also think that we do have some advantages in Canada, which I think will make the slowdown in Canada less severe than some other countries. If you look at our forecast, we're forecasting a recession in Europe, with the very dramatic effects this war has had on energy prices and the uncertainty it's creating. The disruption in their supply chain is much more profound in Europe than it is in North America. We are fortunate this war is a bit farther away from us.

The other advantage we have is that we produce many of the commodities that are in short supply. We export oil, natural gas, wheat and potash. The prices of those things are high. For many countries, particularly European countries, they're big importers of those commodities. They're getting what we call a negative terms of trade shock. In other words, the stuff they buy is now more expensive. For us, it's the opposite. The stuff that we sell to the world is now worth more, and that's bringing more income into our economy.

So we are forecasting a very material slowdown in this country, with growth close to zero for the next three quarters, but it is not as severe as some other countries because of those advantages.

**Ms. Rogers:** As the governor said earlier, we model a lot of things, but real estate prices aren't one of them.

**M. Macklem :** Si vous regardez les chiffres publiés aujourd'hui, la plupart des taux d'inflation européens viennent d'augmenter. En fait, celui des Pays-Bas est à 17,1, celui de l'Italie à 12,8, celui de l'Allemagne à 10,9 et celui de la France à 7,1.

Les prix du gaz naturel ont beaucoup augmenté. Les marchés du gaz naturel ne sont pas aussi étroitement reliés que les marchés mondiaux du pétrole, parce que le gaz naturel est difficile à transporter. On peut le liquéfier pour le transporter, mais il n'y a pas assez de capacité pour égaliser les prix. Les pays d'Europe souffrent de la hausse des prix de l'énergie, alors leurs taux d'inflation sont plus élevés.

Ce que nous pouvons retenir de cette expérience est le fait que nous avons tous traversé cette période de pandémie, que nous avons tous fait face à une très grave récession et que nous avons tous subi de fortes pressions à la baisse sur l'inflation. La plupart des pays ont eu une reprise très rapide, et maintenant, nous faisons face à l'autre aspect de la situation.

Certaines régions souffrent plus que d'autres. Dans le cas de la politique monétaire, nous avons été parmi les premiers à mettre fin à l'assouplissement quantitatif. Nous avons été parmi les premiers à réduire notre bilan. Nous avons subi l'une des augmentations les plus rapides des taux d'intérêt, et je pense que nous sommes au moins dans la moitié supérieure de cette répartition. Je pense que ces choses sont reliées.

Je pense également que le Canada jouit de certains avantages qui, à mon avis, rendront le ralentissement moins grave chez nous que dans d'autres pays. Nous prévoyons que l'Europe subira une récession à cause des effets catastrophiques de la guerre sur les prix de l'énergie et à cause de l'incertitude qu'elle crée. La perturbation de la chaîne d'approvisionnement est beaucoup plus profonde en Europe qu'en Amérique du Nord. Nous avons la chance d'être plus éloignés de cette guerre.

Nous avons aussi l'avantage de produire de nombreuses denrées qui sont en pénurie. Nous exportons du pétrole, du gaz naturel, du blé et de la potasse. Les prix de ces produits sont élevés. De nombreux pays, surtout en Europe, sont de gros importateurs de ces produits. Ils subissent ce que nous appelons un bouleversement négatif des termes de l'échange. Autrement dit, les produits qu'ils achètent sont maintenant plus chers. Pour nous, c'est le contraire. Les produits que nous vendons dans le monde valent maintenant plus cher, ce qui augmente les revenus de notre économie.

Nous prévoyons donc un ralentissement très important au Canada avec une croissance proche de zéro pour les trois prochains trimestres, mais grâce à ces avantages, ce ralentissement ne nous touchera pas aussi gravement.

**Mme Rogers :** Comme le gouverneur l'a déjà dit, nous modélisons beaucoup de choses, mais pas les prix de l'immobilier.

I guess I would offer two perspectives on this. Real estate in general, anything you borrow to buy, is one of the first areas impacted by an increase in interest rates. Just as residential real estate is being impacted by rising interest rates, so is commercial real estate.

The other point I would make is back to the stress testing we have done on our bank does not suggest we have a commercial real estate problem any more than a residential real estate problem.

**Senator Loffreda:** It's not about the banks but the economy. It's strictly about the economy.

**Ms. Rogers:** What I would say is in the early stages of the pandemic, when nobody was going to work anymore, this was a huge concern. There was a forecast that we would never again fill the office towers.

I think there's some settling out to do yet. We are seeing people come back to work. Where it will end, we have a ways to go yet, I would say. That is one of the things we're watching.

**Senator Loffreda:** The *Forbes* article I was reading was pretty negative on the impact it will have on the economy.

**Mr. Macklem:** What you're seeing is some divestment. I think, though, to your point, this has moved a bit more slowly than some people feared. I think if you talk to companies, most have some sort of hybrid work model, and they're trying to figure out how much space they need and how to reconfigure it. They have been cutting their space, but until they figure it out, they haven't been doing anything dramatic.

I don't want to dismiss that there are risks. So far, it hasn't moved that quickly. I think more generally, I would say, around the world, typically where there's a severe problem, it's a combination of — leverage is usually a big point. You can get a lot of leverage in that sector.

There is a fair amount of work going on, looking at where the leverage is in the system. The three blowouts that you've seen — the metals market, European energy markets and the British gilt market — were all closely related to leverage. Sudden shifts in the market meant that big margin calls couldn't be met. It created a liquidity crunch, and either the Bank of England had to come to the rescue or the energy markets in Europe, the governments had to come to the rescue.

These have all been caused by what we would call idiosyncratic issues. The U.K. had a big policy blunder. In Europe, there are the effects of the war, with rapid changes in

J'aimerais situer cela dans deux perspectives. L'immobilier en général, c'est-à-dire tout ce qu'on achète en empruntant, est l'un des premiers secteurs touchés par une hausse des taux d'intérêt. Il n'y a pas que l'immobilier résidentiel qui est touché par la hausse des taux d'intérêt; l'immobilier commercial l'est également.

L'autre chose que j'aimerais dire, c'est que les tests de tension auxquels nous avons soumis la banque ne révèlent pas que notre problème d'immobilier commercial est plus grave que notre problème d'immobilier résidentiel.

**Le sénateur Loffreda :** Nous ne parlons pas des banques, mais de l'économie. C'est strictement une question d'économie.

**Mme Rogers :** En début de pandémie, dirais-je, lorsque plus personne n'allait travailler, c'était un gros souci. Selon certaines prévisions, nous n'allions plus jamais remplir les tours de bureaux.

Je pense qu'il reste une certaine stabilisation à faire. Nous voyons des travailleurs rentrer au travail. Je dirais que nous avons encore du chemin à faire avant que cela finisse. Ce sont là des choses que nous surveillons.

**Le sénateur Loffreda :** L'article de *Forbes* annonçait un impact plutôt négatif sur l'économie.

**M. Macklem :** Ce que vous voyez, c'est du désinvestissement. Mais pour revenir à votre propos, mettons que cela est allé un peu moins vite que certains l'auraient craint. Si vous parlez aux entreprises, vous verrez que la plupart ont une sorte de modèle de travail hybride, et qu'elles essaient de voir de combien d'espace elles ont besoin et comment le reconfigurer. Elles ont réduit leur espace, mais leur calcul n'est pas terminé et elles n'ont encore rien fait de spectaculaire.

Je ne veux pas nier qu'il y a des risques. Jusqu'ici, les choses n'ont pas bougé tellement vite. De façon plus générale, dirais-je, partout dans le monde, typiquement lorsqu'il y a un problème grave, c'est une combinaison de... L'effet de levier est habituellement un point important. Il peut être très important dans ce secteur.

Il y a beaucoup de travail en cours pour localiser l'effet de levier dans le système. Les trois flambées que vous avez vues — le marché des métaux, les marchés de l'énergie européens et le marché de l'or britannique — étaient toutes étroitement liées. Les fluctuations soudaines du marché ont exclu les appels de marge élevée qui n'ont pas trouvé preneur. Cela a provoqué une pénurie de liquidités, et la Banque d'Angleterre, les marchés de l'énergie en Europe, voire les gouvernements ont dû venir à la rescousse.

Tout cela a été causé par des comportements idiosyncrasiques. Le Royaume-Uni a commis une grave bourde. En Europe, il y a les effets de la guerre, avec l'évolution rapide des prix de

energy prices. So we are certainly — when I say “we,” I’m talking about the Financial Stability Board, central banks and regulators around the world — looking for those pockets of leverage because those are vulnerabilities.

The other thing you want to do is recognize that you’re probably never going to be able to predict what exactly is going to go wrong, so you want to make sure you have enough resilience built into the system. A lot has been done to improve the resilience of the system, and certainly, I think these specific instances highlight that some of the plumbing issues are important.

**Senator Loffreda:** Thank you for that.

**Senator Massicotte:** I just want to bring you back to when you made your presentation earlier. You talked about in 2022 we’re going to get inflation down, and in 2023, we’re looking very good. In fact, you were suggesting, as you again suggest, that we’re going to be ahead of the marketplace relative to controlling inflation. You seem to suggest that will cause us some very positive days to follow because we’re probably ahead of the globe relative to controlling inflation, and obviously the environment will be very positive. Talk about 2023-24. What do you see relative to that prediction?

**Mr. Macklem:** In terms of growth, our forecast is that we have growth close to zero. We’re now already well into the fourth quarter, so we are close to zero this quarter and the first half of next year. As we get into the second half of next year, growth starts to pick up, and then in 2024, we have growth at about 2%. We get to that 2% growth with inflation coming back to our 2% target.

So yes, it is going to take some time to get there, and we don’t want to minimize that there is a difficult transition to go through. But as you highlighted, this gets us back to solid growth, a healthy labour market, with a growing number of jobs and with price stability restored, so that Canadians do not have to deal with the ongoing anxiety of the uncertainty of how they are going to pay their bills when prices keep going up.

**Senator Massicotte:** Thank you.

**Senator Yussuff:** Governor, following up on the question my colleague Senator Deacon raised, the Competition Bureau has launched this investigation in regard to whatever you want to call it, an oligopoly or a monopoly, around grocery stores and prices.

Given this reality we’re dealing with — because I don’t think the Competition Bureau is cavalier about what they’re doing, they’re sending a signal that, from their perspective, something looks like it’s not adequate in the context of what is happening in

l’énergie. Par conséquent, nous sommes certainement — et lorsque je dis « nous », je veux dire le Conseil de stabilité financière, les banques centrales et les organismes de réglementation du monde entier —, à la recherche, dis-je, de ces poches d’influence, parce qu’il s’agit de vulnérabilités.

L’autre chose à faire, c’est reconnaître qu’on n’arrivera probablement jamais à prédire avec exactitude ce qui va mal aller, si bien que l’on veut s’assurer d’intégrer suffisamment de résilience dans le système. On a beaucoup fait pour la résilience du système, et je pense bien que ces cas précis illustrent l’importance de certains problèmes de plomberie.

**Le sénateur Loffreda :** Merci.

**Le sénateur Massicotte :** Je voudrais simplement vous ramener à l’exposé que vous avez fait plus tôt. Vous avez dit que nous allons réduire l’inflation en 2022, et que tout ira pour le mieux en 2023. En fait, vous avez exprimé l’avis, comme vous le faites encore maintenant, que nous allons avoir une longueur d’avance sur le marché pour le contrôle de l’inflation. Vous semblez dire que nous connaissons des jours très positifs parce que nous avons probablement une longueur d’avance sur le reste du monde en ce qui concerne le contrôle de l’inflation, et il est évident que la conjoncture sera très favorable. Parlons de 2023-2024. Que voyez-vous par rapport à cette prédiction?

**M. Macklem :** Pour ce qui est de la croissance, nous prévoyons une croissance voisine de zéro. Le quatrième trimestre est déjà bien parti, et nous sommes proches de zéro pour ce trimestre et la première moitié de l’an prochain. Au deuxième semestre, la croissance reprend, et elle sera d’environ 2 % en 2024. Nous arriverons à cette croissance de 2 %, et l’inflation retombera à notre cible de 2 %.

Alors oui, il faudra un certain temps pour y arriver, et nous ne vous cacherons pas que la transition sera difficile. Mais, comme vous l’avez souligné, cela nous ramène à une solide croissance, à un marché du travail en santé, à une augmentation de l’emploi et au retour à la stabilité des prix, de sorte que les Canadiens n’auront pas à s’inquiéter constamment de savoir comment ils vont payer leurs factures lorsque les prix ne cessent d’augmenter.

**Le sénateur Massicotte :** Merci.

**Le sénateur Yussuff :** Monsieur le gouverneur, je reviens à la question qu’a soulevée le sénateur Deacon. Le Bureau de la concurrence a ouvert une enquête concernant — peu importe comment on veut appeler cela —, concernant, dis-je, un oligopole ou un monopole des magasins d’alimentation et les prix qu’ils pratiquent.

Compte tenu de la réalité à laquelle nous sommes confrontés — parce que je ne pense pas qu’il agisse cavalièrement, le Bureau de la concurrence envoie un signal selon lequel, dans sa perspective, quelque chose ne semble pas

the grocery stores. And it's not like Canadians have choices; we can't go across the street to look for competition. Given this reality, and looking at the bottom lines of these companies, it's certainly showing that the price margins have been quite significant. Their profits have been very significant.

How are Canadians expected to have any confidence when the burden and the pain that they're suffering is not equal — and unfortunately, you've got the blunt instrument that you're trying to use to get control of inflation — and at the same time, there has been harm happening because of people who are not very conscious about their behaviour? We may get an investigation, we may get a report, but the damage has been done to the people who are really at the bottom of the totem pole having to bear the effects of what is happening in the market.

**Mr. Macklem:** Senator, there's no simple solution. As we said, we're glad that the Competition Bureau is undertaking this investigation, but the best way to protect Canadians from high inflation is to eliminate it.

As the senior deputy underlined, one of the problems with inflation, as we saw in a very big way in the 1970s, is that it creates this feeling of unfairness. Some companies benefit and some companies are actually getting squeezed. Their input costs are going up, and they can't pass it along as they have a fixed price. They're getting squeezed. So it's creating losers and winners, and it's certainly squeezing households. One day workers get a wage increase and feel good about that, and then they realize that wage increase isn't going as far as they thought it was. You'll remember the 1970s. What happened? Inflation was high; unemployment was high; there were a lot of strikes; there was a lot of labour strife; it was a period of a lot of anxiety.

Competition issues need to be dealt with by the competition authorities, but we are acutely aware that we have a responsibility. Our mandate is price stability. We're a long way from that mandate. We need to restore price stability. It's been a long time since we've had high inflation, and we're rediscovering that it corrodes the social fabric. It makes people angry. People feel ripped off. That is one of the big problems with inflation, and it's an important reason why we have to get it back down.

**Senator Woo:** Governor, you were at the bank International Monetary Fund, or IMF, meetings recently speaking to your colleagues around the world. What is the mood around international financial stability, particularly the risk of a debt crisis in the global south with countries with a lot of U.S. dollar

correct dans le contexte de ce qui se passe dans les magasins d'alimentation. Et ce n'est pas comme si les Canadiens avaient le choix; ils n'ont pas qu'à traverser la rue pour trouver un concurrent. Compte tenu de cette réalité, et compte tenu des résultats financiers de ces entreprises, il est bien évident que leurs marges commerciales ont été importantes. Leurs bénéfices ont été considérables.

Comment peut-on s'attendre que les Canadiens aient confiance quand le fardeau et la douleur qu'ils supportent ne sont pas égaux — et malheureusement, vous avez l'instrument contondant qu'on voudrait utiliser pour mater l'inflation —, alors qu'en même temps, il y a eu des préjudices causés par des gens qui ne sont pas des plus conscients de leur comportement? Nous aurons peut-être une enquête, et peut-être un rapport, mais le tort est déjà fait pour les gens qui sont vraiment au bas de l'échelle et qui doivent subir les effets de ce qui se passe sur le marché.

**M. Macklem :** Monsieur le sénateur, la solution n'est pas simple. Comme nous le disions, nous sommes heureux que le Bureau de la concurrence ouvre cette enquête, mais la meilleure façon de protéger les Canadiens contre l'inflation débridée, c'est d'éliminer l'inflation.

Comme l'a souligné la première sous-gouverneure, un des problèmes avec l'inflation, comme nous l'avons très bien vu dans les années 1970, c'est qu'elle inspire un sentiment d'injustice. Certaines entreprises en profitent et d'autres sont écrasées. Leurs coûts de production augmentent, et elles ne peuvent pas les répercuter puisqu'elles ont un prix fixe. Elles sont acculées. Il y a donc des perdants et des gagnants, et les ménages sont certainement pris dans l'étau. Un jour, les travailleurs obtiennent une augmentation de salaire et sont bien contents, jusqu'à ce qu'ils réalisent que leur augmentation de salaire ne les mène pas aussi loin qu'ils croyaient. Vous vous rappellerez les années 1970. Que s'est-il passé? L'inflation était élevée; le chômage aussi; les grèves étaient nombreuses; il y avait beaucoup de conflits de travail; c'était une période de grande anxiété.

Les problèmes de concurrence sont l'affaire des autorités de la concurrence, ce qui ne nous empêche pas d'être très conscients de notre responsabilité. Notre mandat est la stabilité des prix. Ce n'est pas demain la veille que nous l'aurons atteinte. Nous devons revenir à des prix stables. Il y a longtemps que l'inflation n'a pas été élevée, et nous sommes en train de redécouvrir qu'elle corrode le tissu social. Elle met la population en colère. La population se sent flouée. C'est l'un des gros problèmes que pose l'inflation, et c'est une raison importante pour laquelle nous devons en venir à bout.

**Le sénateur Woo :** Monsieur le gouverneur, vous avez participé récemment à des réunions du Fonds monétaire international, le FMI, avec vos homologues du monde entier. Quelle est l'humeur inspirée par la stabilité financière internationale, et particulièrement par le risque de crise de la



debt, with the dollar value going up and high interest rates going up as well? Is that risk increasing, and what are your thoughts on it?

**Mr. Macklem:** Yes, there was quite a bit of discussion, as you would expect, around the IMF table. That's what the IMF does. I would say there were two themes in the discussion. One was on a positive note that many emerging market countries, like Brazil and Mexico, have done a good job of developing their own domestic debt markets, so they're less reliant on U.S. debt markets. They were also more proactive than many advanced countries in raising interest rates. Certainly, when you talk to them, I think they would say that they don't have the long history that we do of low, stable inflation. They have more volatile economies. Their independence on their central banks is a lot newer. They don't have that history of credibility, so when inflation went up, they moved pretty quickly to move interest rates up. They've actually moved interest rates ahead most advanced countries; they're actually quite a bit higher than they are. If the U.S. had been moving up ahead of them, it could have put more pressure on them, but the fact that they were actually ahead put them in a relatively better position. That's the good news.

To get back to the pointy parts of your question, are the risks going up? Yes, the risks are going up. There are two things. Financial conditions globally have tightened rapidly, and that's needed in many of our economies. But for particularly more vulnerable emerging market countries, in a more risk-off environment, they're seeing even larger tightening in financial conditions. There is some flight to quality, particularly in the U.S. economy, so you are seeing capital outflows and you are seeing some pull back.

The other reality is that if you funded your debt in U.S. dollars, there has been a big appreciation of the U.S. dollar, so you've got a lot more money to pay back than you did. That is certainly stressing some countries. You're seeing some smaller countries moving into default, and the IMF is encouraging countries that could be in stressful situations to use the precautionary facilities; don't wait until you don't have any options; take action now. Use facilities while you've got some room to maneuver and don't wait until you're out of options. That was the message from the IMF, and I think that was good advice.

**Senator Woo:** Are we stepping up to try to help with some of these precautionary measures, swap lines and other forms of precautionary measures?

dette dans le Sud partout dans le monde pour les pays qui ont une énorme dette en dollars américains, lorsqu'on sait que la valeur du dollar augmente et que les taux d'intérêt élevés augmentent également? Ce risque augmente-t-il? Qu'en pensez-vous?

**M. Macklem :** Oui, il y a eu pas mal de discussions, comme on peut s'y attendre, à de la table du FMI. C'est ce que fait le FMI. Je dirais que la discussion a porté sur deux thèmes. Le premier était sur une note positive, en ce sens que de nombreux pays au marché émergent, comme le Brésil et le Mexique, ont fait du bon travail pour développer leur propre marché de la dette intérieure, si bien qu'ils s'affranchissent graduellement des marchés de la dette en dollars des États-Unis. Ils ont aussi été plus proactifs que de nombreux pays avancés pour relever les taux d'intérêt. Certes, lorsqu'on leur en parle, ils disent qu'ils n'ont pas le même long historique d'inflation faible et stable que nous avons. Leurs économies sont plus volatiles. Leur indépendance par rapport à leurs banques centrales est beaucoup plus récente. Ils n'ont pas le même historique de crédibilité, de sorte que, lorsque l'inflation a augmenté, ils n'ont pas tardé à relever les taux d'intérêt. En fait, ils ont augmenté leurs taux d'intérêt avant la plupart des pays avancés; leurs taux sont pas mal plus élevés. Si les États-Unis les avaient devancés, ils auraient pu exercer plus de pression sur eux, mais leur avance les a mis dans une position relativement meilleure. Voilà pour la bonne nouvelle.

Mais revenons aux aspects pointus de votre question. Les risques augmentent-ils? Oui, les risques augmentent. Il y a deux choses. Les conditions financières dans le monde se sont rapidement resserrées, et c'est ce dont bon nombre de nos économies ont besoin. Mais pour les pays au marché émergent qui sont particulièrement plus vulnérables, dans un contexte d'aversion au risque, les conditions financières se resserrent encore plus. Ils ont une certaine préférence pour la qualité, en particulier dans l'économie américaine, de sorte qu'on observe des sorties de capitaux et un certain retrait.

L'autre réalité pour ceux qui ont financé leur dette en dollars américains est qu'il y a eu une forte appréciation du dollar américain, si bien qu'ils ont beaucoup plus de capital à rembourser qu'ils n'en ont reçu. C'est certainement une cause de stress pour certains pays. Certains petits pays tombent en défaut de remboursement, et le FMI conseille aux pays qui pourraient se trouver en situation stressante de recourir aux mesures de précaution; il ne faut pas attendre d'avoir épuisé toutes ses options; il faut agir tout de suite. Il faut utiliser le crédit offert pendant qu'on a une certaine marge de manœuvre, sans attendre d'avoir épuisé toutes ses options. Tel était le message du FMI, et je pense que le conseil était judicieux.

**Le sénateur Woo :** Intervenons-nous pour faciliter certaines mesures de précaution, des accords de swap et d'autres formes de mesures de précaution?

**Mr. Macklem:** The IMF has capital. At the moment, I think their view is that what they have is sufficient. Canada, certainly historically — and I was quite involved in this in previous roles — has stepped up when the IMF has asked its membership for capital contributions, so they have the capacity. Canada has stepped up.

I would say more generally that Canada is really one of the strongest proponents of a rules-based, open, multilateral trading system, and the IMF is one of the pillars, along with the World Trade Organization and the World Bank, of that system. So, yes, I think we're big supporters. Canada just had its Article IV consultation about a month ago, and when the IMF came to us and had some advice, I told them that I'm glad they're doing this. Sometimes we don't like all of their advice, but it's really important to do this and make sure they hold everybody to a high standard. That's good for the whole system.

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

**Senator C. Deacon:** U.S. inflation continues to be higher than in Canada, and there are expectations that there may be more tightening by the fed relative to what we're doing in Canada. Your monetary report assumes a 74-cent dollar over the horizon because you, by convention, don't like to forecast exchange rates. I assume you've got modelling that takes into consideration — and, we've done quite well in terms of our exchange rate so far — a further devaluation of the Canadian dollar and rising input costs. Yes, it benefits on the export side, but what are the inflationary and GDP effects of that? Is there anything that you'd be willing to share with us in that regard about how you're prepping for that possibility?

**Mr. Macklem:** You clearly read the report carefully, as you highlighted. Previously, we assumed 78; with the depreciation, we assumed 74. So 4 cents of that is already built into our forecast. As you highlighted, the Canadian dollar has actually been pretty strong. The only currency that's been stronger has been the U.S. dollar. We've actually been appreciating against most other currencies, but in the last couple months, we've depreciated against the U.S. dollar.

What happens if the Canadian dollar is weaker than we put in our projection? What that means, as you've highlighted, is that if you want to buy goods from the United States or go for a holiday in the U.S., it will be more expensive. Other things being equal, as economists like to say, that will create more upward pressure and will make it harder to get inflation back down.

As I've said, we've already built in a lower dollar in our projection, but, of course, other things are never equal. The other thing we did in our projection was we lowered our growth forecast. We've got less demand, so that is pulling inflation down. In the forecast we put out, the track for inflation is a bit

**M. Macklem :** Le FMI a des capitaux. Pour l'instant, il estime en avoir suffisamment. Par le passé, le Canada — et j'ai joué un rôle important là-dedans dans un rôle antérieur — a répondu à l'appel lorsque le FMI a demandé à ses membres de faire des contributions de capital, de sorte qu'il a la capacité de le faire. Le Canada a répondu à l'appel.

De façon plus générale, je dirais que le Canada est l'un des plus ardents partisans d'un système commercial multilatéral, ouvert et à base de règles, dont le FMI est l'un des piliers, avec l'Organisation mondiale du commerce et la Banque mondiale. Donc, oui, je pense que nous sommes tout en faveur. Le Canada vient tout juste de se prêter à sa consultation selon l'article IV il y a environ un mois. Lorsque le FMI est venu nous voir pour nous offrir ses conseils, je l'ai accueilli avec satisfaction. Nous n'aimons pas toujours ses conseils, mais il est très important qu'il les donne dans le respect des normes élevées pour tout le monde. C'est bon pour tout le système.

**La présidente :** Merci beaucoup.

**Le sénateur C. Deacon :** L'inflation aux États-Unis reste plus élevée qu'au Canada, et on s'attend à un nouveau resserrement de la Fed relativement à ce que nous faisons au Canada. Votre rapport sur la situation monétaire suppose un dollar à 74 cents pour l'avenir parce que, par convention, vous n'aimez pas les prévisions de taux de change. Je suppose que votre modélisation tient compte — nous avons bien su gérer notre taux de change jusqu'ici — d'une nouvelle dévaluation du dollar canadien et d'une hausse du coût des intrants. Oui, c'est avantageux pour les exportations, mais quels sont donc les effets sur l'inflation et le produit intérieur brut? Auriez-vous quelque chose à nous dire sur la façon dont vous vous préparez à cette éventualité?

**M. Macklem :** Vous avez bien lu le rapport, comme vous l'avez dit, c'est évident. Auparavant, notre hypothèse était de 78 cents; avec la dépréciation, nous l'avons ramenée à 74 cents. Donc, 4 cents sont déjà dans nos prévisions. Comme vous l'avez souligné, le dollar canadien est en fait assez fort. La seule devise qui a été plus forte est le dollar américain. En fait, notre dollar s'est apprécié par rapport à la plupart des autres devises, mais il accuse un recul par rapport au dollar américain depuis quelques mois.

Qu'arrive-t-il si le dollar canadien est plus faible que ce que nous avons mis dans notre projection? Cela signifie, vous l'avez signalé, que les biens achetés aux États-Unis ou les vacances prises dans ce pays coûteront plus cher. Toutes choses étant égales par ailleurs, comme disent les économistes, cela créera plus de pression à la hausse et rendra plus difficile la réduction de l'inflation.

Comme je l'ai dit, notre projection suppose déjà un dollar plus faible, mais, bien sûr, les autres choses ne sont jamais égales. L'autre chose que nous avons faite dans notre projection a été d'abaisser notre prévision de croissance. La demande a diminué, d'où le ralentissement de l'inflation. Dans notre prévision, la

lower than it was last time on balance. If the Canadian dollar is weaker still, you will get a little more exports and a little more inflation. Other things being equal, that means we would have more work to do with interest rates.

[Translation]

**Senator Gignac:** Thank you for your availability. I also thank you for the vocabulary you're using in the media and here tonight. We understand what you are doing about monetary policy.

I would like to come back to a subject you mentioned, namely that you have a type of agreement with the Minister of Finance. It respects your independence, but you do not tell the government what to do. It was something like that. Now, your colleague at the Bank of England seems to have a little less reserve when commenting on the management of the British government.

My question pertains to a coalition government context. I don't claim that this is what is happening, because currently, I think that the government has been responsible in managing public finances, despite a coalition with the NDP. However, over the next two years, if the government were to indulge in a spending spree that could threaten Canada's financial stability, would you be comfortable appearing before the committee and answering questions?

**Mr. Macklem:** I hope that question is entirely hypothetical.

**Senator Gignac:** In your conscience and soul, would you be ready to do it?

**Mr. Macklem:** The situation in the United Kingdom was rather extreme. I'll let the Governor of the Bank of England speak for himself, but he needed to take exceptional measures to restore price stability. The cause of the instability was quite clear, so I think he didn't have much choice.

As for Canada, it is very important for our policy to remain stable and sustainable. The government will present its forecast soon; we'll see then. So far, it's true that the debt went up significantly during the pandemic, but the forecast in the last budget was for stabilization, even a slight decrease towards the end.

[English]

Compared to other G7 countries, we're in a good place. We're certainly among the best fiscal position.

courbe de l'inflation est un peu plus basse que la dernière fois dans l'ensemble. Si le dollar canadien reste plus faible, nous aurons un peu plus d'exportations et un peu plus d'inflation. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela signifie que nous aurions plus de travail à faire côté taux d'intérêt.

[Français]

**Le sénateur Gignac :** Je vous remercie de votre disponibilité. Je vous remercie également pour le vocabulaire que vous utilisez dans les médias et ici ce soir. On comprend bien ce que vous faites en ce qui a trait à la politique monétaire.

J'aimerais revenir sur un sujet dont vous avez parlé, soit que vous avez conclu une espèce d'entente avec le ministre des Finances. Il respecte votre indépendance, mais vous ne dites pas au gouvernement quoi faire. Cela ressemble un peu à cela. Or, votre collègue de la Banque d'Angleterre semble avoir un peu moins de réserve pour ce qui est de faire des commentaires sur la gestion du gouvernement britannique.

Ma question est relative à un contexte de gouvernement de coalition; je ne prétends pas que c'est ce qui se passe, car actuellement, je pense que le gouvernement fait preuve de responsabilité dans la gestion des finances publiques, malgré une coalition avec le NPD. Cependant, si au cours des deux prochaines années le gouvernement se laissait davantage tenter par des dépenses tous azimuts qui pourraient menacer la stabilité financière du Canada, seriez-vous à l'aise d'émettre votre opinion devant le comité et de répondre à des questions?

**M. Macklem :** J'espère que c'est une question tout à fait hypothétique.

**Le sénateur Gignac :** En votre âme et conscience, seriez-vous prêt à le faire?

**M. Macklem :** La situation au Royaume-Uni était assez extrême. Je vais laisser parler le gouverneur de la Banque d'Angleterre lui-même, mais il avait besoin de prendre des mesures exceptionnelles pour rétablir la stabilité des prix. La cause de cette instabilité était assez claire; je pense donc qu'il n'avait pas tellement le choix.

Pour ce qui est du Canada, il est très important que notre politique demeure stable et soutenable. Le gouvernement va bientôt présenter ses prévisions; nous verrons à ce moment-là. Jusqu'à maintenant, il est vrai que la dette a beaucoup augmenté durant la pandémie, mais les prévisions du dernier budget tendaient vers une stabilisation, et même une légère diminution vers la fin.

[Traduction]

Au regard des autres pays du G7, nous sommes en bonne position. Notre situation financière est certainement parmi les meilleures.

[Translation]

It's an advantage for Canada, and it's a good idea to keep it.

**Senator Gignac:** I understand.

However, as Governor of the Bank of Canada, given your legendary professionalism and your years of service in the Department of Finance and as Canada's G20 representative, given Canada's overriding interest in financial stability, if there were a situation in the next two years similar to the one in the United Kingdom, would you have that duty of restraint, or would you speak out publicly and warn the government of the risks it's running?

**Mr. Macklem:** Most of the time, I think fiscal policy is for elected officials. If there is a strong contradiction between monetary policy and fiscal policy, yes, I think the Governor of the Bank of Canada has a responsibility to speak out.

**Senator Gignac:** Thank you, governor.

[English]

**The Chair:** Thank you very much. You've done yeoman service tonight, answering this multitude of questions. We appreciate you being here and look forward to the next visit. Maybe by the time we see you then, the rates will be going the other way. We don't know.

Thank you very much to Tiff Macklem, the Governor of the Bank of Canada, along with Senior Deputy Governor Carolyn Rogers. My thanks to all the senators. I think we got all of the kinks worked out eventually.

(The committee adjourned.)

[Français]

C'est un avantage pour le Canada et c'est une bonne idée de le conserver.

**Le sénateur Gignac :** Je comprends.

Toutefois, en tant que gouverneur de la Banque du Canada, étant donné votre professionnalisme légendaire et vos années de service au ministère des Finances, et à titre de représentant du Canada au G20, eu égard à l'intérêt supérieur du Canada pour la stabilité financière, s'il survenait au cours des deux prochaines années une situation semblable à celle qui prévaut au Royaume-Uni, auriez-vous ce devoir de réserve ou iriez-vous sur la place publique pour dénoncer les faits et avertir le gouvernement des risques qu'il court?

**M. Macklem :** La plupart du temps, je pense que la politique fiscale, c'est pour les élus. S'il existe une forte contradiction entre la politique monétaire et la politique fiscale, oui, je crois que le gouverneur de la Banque du Canada a la responsabilité de parler.

**Le sénateur Gignac :** Merci, monsieur le gouverneur.

[Traduction]

**La présidente :** Merci beaucoup. Vous avez rendu un service inestimable ce soir par vos réponses à nos innombrables questions. Nous vous sommes reconnaissants d'être ici et avons hâte de vous revoir. Peut-être que, d'ici notre prochaine rencontre, les taux repartiront dans l'autre sens. Nous ne le savons pas.

Merci beaucoup au gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem et à la première sous-gouverneure, Carolyn Rogers. Merci à tous nos membres. Je pense que nous finirons par régler tous les petits détails.

(La séance est levée.)