

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, November 24, 2022

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 11:31 a.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally.

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

[*English*]

The Chair: Hello to everyone in the room and joining us online. Welcome to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. My name is Pamela Wallin. I am chair of this committee, and I will introduce other members of the committee with us today: Senator Gignac, Senator Loffreda, Senator Marshall, Senator Massicotte, Senator Ringuette, Senator Smith and Senator Yussuff. Thank you very much for joining us today.

We will continue our discussion on the state of the Canadian economy and inflation. On our first panel today, we have the pleasure of welcoming back Jack Mintz, President's Fellow, University of Calgary's School of Public Policy. Thank you for your patience. We know you tried to be with us on another occasion, and we had technical issues on our end. We really appreciate you rescheduling.

I will turn over the floor to you, Mr. Mintz, for opening remarks, and then we will begin our questioning.

Jack Mintz, President's Fellow, University of Calgary's School of Public Policy, as an individual: Thank you very much, Senator Wallin. I assume everyone can hear me fine, yes?

Thank you very much. In this very brief discussion, I wish to make four very simple points. First, it is important to understand that our recent inflation experience initially resulted from cost-push factors — health restrictions, supply chain disruptions, energy shortages and, now, labour shortages — and the government deficits accommodated this by a sharp increase in the money supply.

Western governments followed the same strategy of doling out government transfers in 2020 to avoid their economies from tanking. However, this led to households building up large savings that pushed up demand for goods and services that contributed to inflation. The United States and Canada spent so much in 2020 and 2021 that household incomes went up during a recession — 11% in the case of Canada — rather than falling

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 24 novembre 2022

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 11 h 31 (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 toutes les personnes présentes dans la salle ou en ligne. Bienvenue à la réunion du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie. Je m'appelle Pamela Wallin. Je suis la présidente de ce comité, et je vais vous présenter les autres membres du comité qui sont présents aujourd'hui : le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Massicotte, la sénatrice Ringuette, le sénateur Smith et le sénateur Yussuff. Je vous remercie beaucoup de votre présence aujourd'hui.

Nous allons poursuivre notre discussion sur l'état de l'économie canadienne et l'inflation. Pour la première partie de notre réunion, nous avons le plaisir d'accueillir à nouveau M. Jack Mintz, chercheur émérite du recteur à l'École de politique publique de l'Université de Calgary. Merci de votre patience. Nous savons que vous avez essayé d'être des nôtres à une autre occasion, et nous avons eu des problèmes techniques de notre côté. Nous vous sommes très reconnaissants d'avoir accepté de témoigner aujourd'hui.

Je vous cède la parole, monsieur Mintz, pour que vous fassiez votre déclaration préliminaire, après quoi nous passerons aux questions.

Jack Mintz, chercheur émérite du recteur, École de politique publique de l'Université de Calgary, à titre personnel : Merci beaucoup, sénatrice Wallin. Je suppose que tout le monde m'entend bien?

Merci beaucoup. Au cours de cette très brève discussion, je souhaite soulever quatre points bien simples. Premièrement, il est important de comprendre qu'au départ, l'inflation actuelle est le résultat d'une poussée des coûts — restrictions en matière de santé, perturbations des chaînes d'approvisionnements, pénuries d'énergie et, maintenant, pénuries de main-d'œuvre — et de déficits gouvernementaux qui ont été réduits par une forte augmentation de la masse monétaire.

En 2020, les gouvernements occidentaux ont suivi la même stratégie consistant à distribuer des transferts publics pour éviter que leurs économies ne s'effondrent. Cependant, cela a conduit les ménages à accumuler une épargne importante qui a poussé la demande de biens et de services à la hausse, ce qui a contribué à l'inflation. Les États-Unis et le Canada ont tellement dépensé en 2020 et en 2021 que les revenus des ménages ont augmenté en

with lost employment income. Overall, it was a successful strategy to avoid economic decline, but Canadians are now paying the piper through higher consumer prices.

Second, it is easy to blame external factors for domestic inflation, but they do not explain inflation experiences across countries. In particular, China, Japan, Switzerland and Saudi Arabia have inflation rates that have not gone above 4%. On the other hand, many countries are well higher than these inflation rates: Turkey at 86%, the Netherlands at 14.3%, Mexico at 8.4%, the United States at 7.7% and Canada at 6.9%. All these countries have faced higher energy prices, supply chain shortages, et cetera.

So other factors, including government fiscal deficits and accommodative monetary policy, played a role affecting the level of inflation. Canada is performing somewhat better likely due to recent monetary contraction, beginning the last half of 2021, that takes 18 to 24 months to be fully realized, at least as predicted by the Bank of Canada.

Today, Statistics Canada announced 995,000 job openings in Canada for a 5.7% job vacancy rate. This is my third point: As of October, the number of unemployed Canadians was 1.07 million. There is always some mismatching of demand and supply for labour skills — structural unemployment and some job vacancies — but labour markets remain quite tight. With rising interest rates, demand for goods and services will be cut back. Initially, we will see a decline in GDP. However, with excess demand for labour, unemployment is decoupled from output declines due to these labour shortages. Initially, labour markets will remain tight, labour incomes will improve, asset prices will fall, and consumer price inflation will be more stubborn before monetary contraction has its full impact.

In the case of cost-push inflation, I suggest that it will take longer for monetary policy to reduce inflation, although we need to understand this more in light of today's factors.

Fourth: Why should we worry about inflation? Young people who did not experience high inflation in the 1970s and 1980s did not experience mortgage rates as high as 17%, the pain for those living on fixed incomes, food poverty, the deep recession in the early 1990s and rising taxes on nominal incomes due to unindexed taxes. The Bank of Canada is right to focus on price stability today by raising interest rates and halting quantitative easing. The bank erred in both 2020 and 2021 in failing to understand the implications of cost-push inflation, which was

période de récession — de 11 % au Canada — au lieu de chuter avec la perte de revenus d'emploi. Dans l'ensemble, il s'agissait d'une stratégie réussie pour éviter d'affaiblir l'économie, mais les Canadiens paient maintenant la note en raison de la hausse des prix à la consommation.

Deuxièmement, il est facile de jeter le blâme sur des facteurs externes pour expliquer l'inflation nationale, mais ils n'expliquent pas les différences d'inflation entre les pays. En particulier, en Chine, au Japon, en Suisse et en Arabie saoudite, le taux d'inflation n'a pas dépassé 4 %. Par ailleurs, dans de nombreux pays, il dépasse largement ce taux : 86 % en Turquie, 14,3 % aux Pays-Bas, 8,4 % au Mexique, 7,7 % aux États-Unis et 6,9 % au Canada. Tous ces pays ont été confrontés à une hausse des prix de l'énergie, à des pénuries dans les chaînes d'approvisionnement, etc.

D'autres facteurs, notamment des déficits budgétaires et une politique monétaire accommodante, ont donc joué un rôle dans la hausse du taux d'inflation. Le Canada s'en sort un peu mieux, probablement en raison de la récente contraction monétaire, qui a commencé au cours du dernier semestre de 2021, dont les effets ne se feront pleinement sentir que de 18 à 24 mois plus tard, du moins selon les prévisions de la Banque du Canada.

Aujourd'hui, Statistique Canada a annoncé qu'il y avait 995 000 postes à pourvoir au Canada. On parle d'un taux de postes vacants de 5,7 %. Il s'agit de mon troisième point. En octobre, 1,07 million de Canadiens étaient sans emploi. Il y a toujours un certain déséquilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre — chômage structurel et postes vacants —, mais les marchés du travail restent assez tendus. La hausse des taux d'intérêt entraînera une diminution de la demande de biens et de services. Dans un premier temps, nous assisterons à une baisse du PIB. Toutefois, compte tenu de la demande excédentaire de main-d'œuvre, le chômage est dissocié des baisses de performance causées par les pénuries de main-d'œuvre. Au départ, les marchés du travail resteront tendus, les revenus du travail augmenteront, les prix des actifs baisseront et l'inflation des prix à la consommation sera plus tenace avant que la contraction monétaire ne fasse pleinement sentir ses effets.

Dans le cas de l'inflation par les coûts, je pense qu'il faudra plus de temps avant que la politique monétaire ne se traduise par une réduction de l'inflation, même si nous devons comprendre cela davantage à la lumière des facteurs actuels.

Quatrièmement, pourquoi l'inflation devrait-elle nous inquiéter? Les jeunes qui n'ont pas vécu la forte inflation des années 1970 et 1980 n'ont pas été témoins des taux hypothécaires allant jusqu'à 17 %, de la souffrance des personnes à revenu fixe, de la pauvreté alimentaire, de la profonde récession du début des années 1990 et de la hausse des impôts sur le revenu nominal liée à la non-indexation. La Banque du Canada a raison de se concentrer sur la stabilité des prix aujourd'hui en augmentant les taux d'intérêt et en mettant fin à

quite different than the 2008 financial crisis, which led to a fall in demand for goods and services. I think it is now incumbent on the bank and monetary experts to study the implications of cost-push inflation on the conduct of monetary policy, including interest rate targeting and quantitative easing. For this reason, I argue that an independent review of the Bank of Canada's monetary operations should be considered, similar to the Australian review now being conducted.

Those are my remarks, Madam Chair.

The Chair: Thank you very much, Mr. Mintz. We really appreciate these insights.

Generally, we have heard a lot of commentary at this committee over the last few months that inflation in this country is homegrown, and you seem to be adding to that. There were other factors at one point, but not at this point, yes?

Mr. Mintz: What I am stressing is that, yes, there were cost-push inflation factors, just like we saw in the 1970s with OPEC, which led to a rise in oil prices at that time. However, in the end, what really matters is how fiscal and monetary policies act in terms of what the overall inflation rate is.

In fact, there was a very good study done by the Federal Reserve Bank of St. Louis in the summertime. I wrote about that study and used it in an article. They looked at 17 countries and they did find that the conduct of fiscal policy, particularly the size of the support given at that time, as well as monetary policy, did have some explanation or were certainly factors that explained some of the differences in the actual inflation rates across countries. Another important factor that they found, which I hint at here, is that countries tend to import inflation from other countries, and in particular, the very large packages of support given in the United States that led to its high inflation also contributed to our inflation here in Canada.

The Chair: Thank you. The job figures I'm sure we will come back to as well. Let's begin our questioning with Senator Marshall.

Senator Marshall: Thank you very much, Dr. Mintz, for being here. I was going to ask you about the increase in money supply, but I saw an article this morning — I think it was in

l'assouplissement quantitatif. Elle a commis une erreur en 2020 et en 2021 en ne comprenant pas les répercussions de l'inflation par les coûts, ce qui est très différent par rapport à la crise financière de 2008, qui a entraîné une baisse de la demande de biens et de services. Je pense qu'il incombe désormais à la Banque du Canada et aux spécialistes d'étudier les répercussions de l'inflation par les coûts sur la conduite de la politique monétaire, y compris le ciblage des taux d'intérêt et l'assouplissement quantitatif. Pour cette raison, j'estime qu'il faudrait qu'un examen indépendant des opérations monétaires de la Banque du Canada soit mené, un peu comme celui qui est en cours en Australie.

J'ai terminé ma déclaration préliminaire, madame la présidente.

La présidente : Nous vous remercions beaucoup de vos réflexions, monsieur Mintz.

De manière générale, au cours des derniers mois, de nombreux témoins ont dit à ce comité que l'inflation dans ce pays est un problème national et vous semblez abonder dans ce sens. Il y avait d'autres facteurs à un moment donné, mais pas à ce stade-ci, n'est-ce pas?

M. Mintz : Ce que je dis, c'est qu'il est vrai qu'il y a eu une poussée des coûts, comme nous l'avons vu dans les années 1970 avec l'OPEP, qui a entraîné une hausse des prix du pétrole à l'époque. Cependant, ce qui compte vraiment, en définitive, c'est l'effet des politiques budgétaires et monétaires sur le taux d'inflation global.

En fait, la Banque de réserve fédérale de St. Louis a réalisé une très bonne étude au cours de l'été. J'ai écrit au sujet de cette étude et je m'en suis servi dans un article. Elle a examiné la situation de 17 pays et elle a constaté que la conduite de la politique budgétaire, en particulier l'ampleur du soutien accordé à l'époque, ainsi que de la politique monétaire, pouvait en partie expliquer ou étaient certainement des facteurs qui expliquaient certaines des différences observées dans les taux d'inflation réels d'un pays à l'autre. Un autre facteur important qu'elle a découvert, et auquel je fais allusion ici, c'est que les pays ont tendance à importer l'inflation d'autres pays. En particulier, les très grands ensembles de mesures de soutien adoptées aux États-Unis qui ont conduit à leur forte inflation ont également contribué à notre inflation ici au Canada.

La présidente : Merci. Je suis sûre que nous reviendrons également sur les chiffres sur l'emploi. La sénatrice Marshall sera la première à poser des questions.

La sénatrice Marshall : Je vous remercie beaucoup de votre présence, monsieur Mintz. J'allais vous poser une question sur l'augmentation de la masse monétaire, mais j'ai lu un article

the *National Post*, and it says apparently Governor Macklem of the Bank of Canada testified at the Standing Committee on Finance over in the House of Commons.

He says that earlier lifting of pandemic stimulus would have contained inflation, which is — well, I found it surprising. The government is still spending, and it is not called stimulus anymore. They spent \$100 billion in the budget year before last. Spending is still increasing, and they are still borrowing. Can you just talk about the impact of all this government spending? If you could also address the issue of tax increases because the government is also receiving a lot more now in income tax revenue, but they are spending that too, and borrowing.

Can you just round that out in a package and give us some comments on that?

Mr. Mintz: I often talk about fiscal policy. In fact, there's a very interesting line of work that has been done by John Cochrane of Stanford University, who has been arguing that fiscal policy itself could create inflation, and that's when you are running deficits, but it also impacts the way that people might view how things are going to evolve over time.

The main point is that government spending did go up quite a bit in 2020. We created a deficit so large that, just to put it in comparative terms, if we eliminated all federal taxes in 2015, not collected a single dollar, the deficit in 2015 would actually have been lower than the deficit we did create in 2020. That's pretty astounding when you think about it.

Spending did go up more in 2021, as you pointed out. In the economic update, as we saw, the government got a huge windfall from the revenues that came in, a significant part of it due to inflation. When price levels go up, you are collecting more GST revenues, you are collecting more excise taxes such as fuel excise taxes and you are also collecting, potentially, more income taxes, because not quite everything is indexed. Also, the indexation factor for 2022 was only 2.4% when inflation has been rising at more like 7% or 8%. Even those with indexed incomes or indexed transfers from the government are still lagging. There is going to be some makeup of that in 2023. In 2022, they have not had their pension payments and their child benefits going up as much as inflation went up because of the way the indexation factors are calculated.

Overall, the government has had a lot of revenue coming in, and spending didn't quite rise as much in 2022, so there was a significant reduction in the deficit of about — I forget the

ce matin — je crois que c'était dans le *National Post*. On y indique qu'apparemment, le gouverneur Macklem de la Banque du Canada a témoigné devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes.

Il affirme qu'une levée plus précoce des mesures de relance liées à la pandémie aurait permis de contenir l'inflation, ce qui est... Eh bien, je trouve que c'est surprenant. Le gouvernement continue de dépenser, et on ne parle plus de mesures de relance. Il a dépensé 100 milliards de dollars dans le budget de l'avant-dernière année. Les dépenses augmentent encore et le gouvernement continue d'emprunter. Pouvez-vous seulement parler des conséquences de toutes ces dépenses gouvernementales? J'aimerais que vous parliez aussi de la question des hausses des prélèvements, si possible, car il faut dire également que le gouvernement reçoit beaucoup plus de recettes fiscales, dont il se sert aussi pour dépenser. Et il emprunte.

Pouvez-vous compléter le tout et faire quelques observations à ce sujet?

M. Mintz : Je parle souvent de politique budgétaire. En fait, John Cochrane, de l'Université de Stanford, a fait un travail très intéressant. Il soutient que la politique budgétaire en tant que telle pouvait être source d'inflation, et c'est lorsqu'on fait des déficits, mais il y a aussi des répercussions sur la façon dont les gens pensent que les choses vont évoluer au fil du temps.

Le point principal, c'est que les dépenses gouvernementales ont augmenté considérablement en 2020. Nous avons créé un déficit si important que, par comparaison, si nous éliminions tous les prélèvements fédéraux en 2015, sans percevoir un seul dollar, le déficit de 2015 aurait été inférieur à celui que nous avons créé en 2020. C'est assez stupéfiant quand on y pense.

Les dépenses ont augmenté davantage en 2021, comme vous l'avez souligné. Dans la mise à jour économique, comme nous l'avons vu, le gouvernement a bénéficié d'une énorme rentrée d'argent inattendue grâce aux recettes perçues, dont une grande partie découle de l'inflation. Lorsque les prix augmentent, les recettes provenant de la TPS, des taxes d'accise, telles que celles sur le carburant, et également, possiblement, de l'impôt sur le revenu augmentent, car tout n'est pas indexé. En outre, le facteur d'indexation pour 2022 n'était que de 2,4 %, alors que l'inflation a augmenté à 7 ou 8 %. Même les revenus indexés ou les transferts indexés du gouvernement ne suivent pas encore le rythme. Il va y avoir un certain rattrapage en 2023. En 2022, les paiements de pension et les prestations pour enfants n'auront pas augmenté autant que l'inflation en raison de la façon dont les facteurs d'indexation sont calculés.

Dans l'ensemble, le gouvernement a engrangé beaucoup de recettes et les dépenses n'ont pas augmenté autant en 2022, de sorte que le déficit a diminué d'environ... J'ai oublié de combien,

number now — but there was a significant reduction in the deficit. At the same time, the government spent half of the revenue windfall that came in.

So how much of a restrictive fiscal policy do we really have? I would argue that it's not being restrictive at all right now, because we could have actually gone to an even lower deficit than what we're doing in 2022. Fiscal policy is still not consistent with monetary policy. Monetary policy is focused on price stability, raising interest rates to bring down the rate of inflation, but fiscal policy at the federal level is not being sufficiently consistent with our aims of monetary policy. That is an issue that needs to be thought about.

Senator Marshall: The way I look at it is the Bank of Canada is working at cross purposes with the government. The government is spending, and the governor of the bank is trying to control inflation, but the government is really not helping them very much by accelerating their spending.

Mr. Mintz: That's exactly the point I am making.

Senator Smith: Good morning, Jack. It's good to see you.

Mr. Mintz: Thank you.

Senator Smith: You noted in a recent article that Canada should keep an eye on carbon policies enacted in the United States and how a high carbon tax coupled with low subsidies could prove detrimental to our manufacturing and technology sectors given the very different approach to carbon policies south of the border.

Could you please explain why the different approaches to carbon policies in Canada and the United States reduce our competitiveness and how that poses a risk for manufacturing and clean technology here in Canada?

Mr. Mintz: The key issue is that the U.S., certainly at the federal level, is not bringing in carbon pricing. There is some carbon pricing, cap-and-trade systems, of course, the most important one being in California. The only ones that are happening are at the state level, which are relatively low in their overall impact for the economy in the United States. Instead, the Inflation Reduction Act in the United States is really focused on subsidies for green energy. They are really very generous.

mais le déficit a diminué de façon importante. En même temps, le gouvernement a dépensé la moitié des recettes inattendues qui ont été générées.

Alors, dans quelle mesure notre politique budgétaire est-elle vraiment restrictive? Je dirais qu'elle n'est pas du tout restrictive à l'heure actuelle, car le déficit aurait pu être encore plus bas que celui de 2022. La politique budgétaire ne concorde toujours pas avec la politique monétaire. La politique monétaire est axée sur la stabilité des prix et l'augmentation des taux d'intérêt pour réduire le taux d'inflation, mais la politique budgétaire fédérale ne concorde pas suffisamment avec nos objectifs de politique monétaire. C'est une question à laquelle il faut réfléchir.

La sénatrice Marshall : À mon sens, la Banque du Canada travaille à contre-courant du gouvernement. Le gouvernement dépense, et le gouverneur de la banque essaie de contrôler l'inflation, mais le gouvernement ne l'aide pas vraiment en accélérant ses dépenses.

M. Mintz : C'est exactement ce que je veux dire.

Le sénateur Smith : Bonjour, monsieur Mintz. Je suis heureux de vous voir.

M. Mintz : Merci.

Le sénateur Smith : Dans un article récent, vous avez indiqué que le Canada devrait garder un œil sur les politiques sur le carbone qui sont adoptées aux États-Unis et la mesure dans laquelle une taxe élevée sur le carbone ainsi que de faibles subventions pourraient être néfastes pour nos secteurs manufacturiers et technologiques compte tenu de l'approche très différente qu'ont adoptée nos voisins du Sud lorsqu'il s'agit des politiques sur le carbone.

Pourriez-vous expliquer pourquoi les approches différentes en matière de politiques sur le carbone adoptées par le Canada et les États-Unis réduisent notre compétitivité et dans quelle mesure cela pose un risque pour les secteurs de la fabrication et des technologies propres ici, au Canada?

M. Mintz : L'aspect fondamental est que les États-Unis, en tout cas à l'échelle fédérale, ne mettent pas en place de système de tarification du carbone. Il existe dans ce pays des systèmes de tarification du carbone, de plafonnement et d'échange, bien sûr, le plus important étant celui de la Californie. Les seuls systèmes qui sont mis en place le sont à l'échelle des États, et leur incidence sur l'économie américaine est relativement faible. Toutefois, la loi sur la réduction de l'inflation aux États-Unis est vraiment axée sur les subventions pour les énergies vertes. Elles sont très généreuses.

To give you an idea, they are turbocharging carbon capture, utilization and storage, or CCUS. There is a US\$185-per-tonne credit if there is no enhanced oil recovery. If there is enhanced oil recovery involved, it is US\$135 a tonne.

On top of that, the projects can claim carbon credits and other things. There is a huge amount of money that's going to go into carbon capture utilization and storage. In Canada, we're looking at an investment tax credit that's roughly 50% of the cost, but not nearly as competitive as what the U.S. subsidies are going to be. On top of it, we don't even allow for enhanced oil recovery, unlike the United States.

When you look at CCUS, and your company is looking at carbon capture and sequestration in Canada or in the United States, right now, it is obvious what the choice will be. It will be the United States.

Similarly, as I pointed out in that article, if you are going to build a lithium plant in British Columbia or a lithium plant in Arizona or Nevada — in Arizona and Nevada, mining taxes now are about as competitive as the Canadian mining taxes, and the corporate income tax in the U.S. is about as competitive as the Canadian one when it comes to mining operations. In fact, the Canadian mining and corporate taxes are pretty competitive by international standards.

I have been working on this quite a bit lately, in the past couple of years — in fact, this coming week, I am going to Washington to speak at the Inter-American Development Bank on work that we have done on Latin American and Caribbean mining taxation.

But the one big difference between Canada and the United States is the carbon tax. We are going up to \$170 per tonne. In the United States, that won't be happening. As the PricewaterhouseCoopers, PwC, study showed, once you include the carbon tax, it is better to build the lithium plant in the United States, in Arizona. This is an issue I will be spending more time on because our methodology is somewhat different than what PwC has done, but I do think that they make a very important point, and that is, we may find our manufacturing, our forest sector facing higher costs associated with carbon pricing, but then, at the same time, the green energy investments will be very attractive in the United States due to the turbocharged subsidy system that's now operating in the U.S.

Senator Smith: Right now, many countries have little faith in the carbon tax, even here at home. As you mentioned, the carbon tax of \$170 per tonne of greenhouse gases, or GHG, would not meet our climate targets. While other countries are skeptical,

Pour vous donner une idée, cette mesure stimule le captage, l'utilisation et le stockage du carbone, ou CUSC. Il y a un crédit de 185 dollars américains par tonne s'il n'y a pas de récupération assistée des hydrocarbures. S'il y a une récupération assistée des hydrocarbures, le crédit est de 135 dollars américains par tonne.

Par ailleurs, pour les projets, on peut réclamer des crédits de carbone et d'autres choses. Des sommes considérables seront consacrées au captage, à l'utilisation et au stockage du carbone. Au Canada, il est question d'un crédit d'impôt à l'investissement qui représente environ 50 % du coût, mais qui est loin d'être aussi compétitif que le seront les subventions américaines. De plus, nous ne prévoyons rien quant à la récupération assistée des hydrocarbures, contrairement aux États-Unis.

Lorsqu'il s'agit du CUSC, et si une entreprise doit choisir entre la capture et la séquestration du carbone au Canada ou aux États-Unis, à l'heure actuelle, le choix est évident : les États-Unis.

De même, comme je l'ai souligné dans l'article, si l'on veut construire une usine de lithium en Colombie-Britannique ou encore en Arizona ou au Nevada, en Arizona et au Nevada, les impôts miniers sont maintenant à peu près aussi compétitifs que les impôts miniers canadiens. De plus, l'impôt sur les sociétés aux États-Unis est à peu près aussi compétitif que celui au Canada lorsqu'il s'agit d'opérations minières. En fait, les impôts miniers et les impôts sur les sociétés au Canada sont assez compétitifs par rapport aux normes internationales.

J'ai beaucoup travaillé à cette question ces deux ou trois dernières années. En fait, la semaine prochaine, je vais à Washington pour parler à la Banque interaméricaine de développement de nos travaux sur la fiscalité minière en Amérique latine et dans les Caraïbes.

Or, la grande différence entre le Canada et les États-Unis, c'est la taxe sur le carbone. Nous passons à 170 \$ par tonne. Aux États-Unis, cela ne se produira pas. Comme l'a montré l'étude de PricewaterhouseCoopers, ou PwC, une fois qu'on inclut la taxe sur le carbone, il est préférable de construire l'usine de lithium aux États-Unis, en Arizona. C'est une question à laquelle je consacrerai plus de temps, car notre méthodologie est quelque peu différente de celle de PwC, mais je pense qu'il soulève un point très important, à savoir que notre secteur manufacturier et notre secteur forestier pourraient faire face à des coûts plus élevés en raison de la tarification du carbone, mais que, parallèlement, les investissements dans l'énergie verte seront très attrayants aux États-Unis en raison de leur système de subventions actuel.

Le sénateur Smith : À l'heure actuelle, la taxe sur le carbone n'inspire guère confiance à de nombreux pays, et même chez nous. Comme vous l'avez mentionné, la taxe sur le carbone de 170 \$ par tonne de gaz à effet de serre, ou GES, ne permettrait

our government continues to argue for it. Could you explain the impacts of lack of global coordination on carbon pricing on the Canadian economy and why it is a major risk?

Mr. Mintz: It is very interesting. First of all, I believe the most efficient form — if you are going to try to control emissions for GHG — is carbon pricing. It could be a cap-and-trade system or a carbon tax, and one could get into a debate about which is the better one. In Canada, we're not just doing carbon pricing; we're doing subsidies, mandates and all sorts of things.

When you look at the carbon pricing across the world and you ignore fuel excise taxes — the OECD study not only looks at direct carbon taxes and emission trading revenues but also includes fuel excise taxes. I think the latter should not be included because that is not a proper carbon-pricing scheme, nor was it ever designed to be. It has been around for decades. It's really designed to fund highways and roads, which will be an issue down the road.

My main point is that when you actually just look at emission trading plus carbon pricing across 71 countries, it's less than €5 per tonne. That's not very much. We are going to go up well above other countries. In fact, we're already close to €20 per tonne — I think a bit less than that — so we will be having a much higher carbon price than most countries in the world. At the same time, as we saw with the United States, they are going into a completely different route.

Senator Gignac: Nice to see you again, Jack. In your article — I think it was the day after the economic update from Ms. Freeland — your article in the *Financial Post* was entitled "Trudeau follows Biden down the path to economic ruin."

Could you elaborate a little bit on why we are going to the basement with this kind of policy?

Mr. Mintz: Well, I have to admit that I do not write the titles to my articles. That's usually the editors, who are trying to sell newspapers, so that wasn't really my title. In fact, if you read the article, I never quite said that. The main point of the article is to say that we are still in a path of spending. We are not seriously thinking about the implications of deficits on inflation, productivity. In fact, I would argue that, right now, some of the Biden plan is very similar in that way.

pas d'atteindre nos objectifs climatiques. Alors que d'autres pays sont sceptiques, notre gouvernement continue de la défendre. Pourriez-vous expliquer les répercussions que le manque de coordination mondiale en matière de tarification du carbone pourrait avoir sur l'économie canadienne et les raisons pour lesquelles il s'agit d'un risque majeur?

M. Mintz : C'est très intéressant. Tout d'abord, je crois que le moyen le plus efficace d'essayer de contrôler les émissions de gaz à effet de serre est la tarification du carbone. Il pourrait s'agir d'un système de plafonnement et d'échange ou d'une taxe sur le carbone, et chacun pourrait débattre de la meilleure solution. Au Canada, il n'y a pas que la tarification du carbone; il y a aussi les subventions, les obligations et tout le reste.

Lorsque vous examinez la tarification du carbone dans le monde et que vous ne tenez pas compte des taxes d'accise sur le carburant... L'étude de l'OCDE ne tient pas seulement compte des taxes directes sur le carbone et des recettes provenant de l'échange de droits d'émission, mais elle inclut également les taxes d'accise sur le carburant. Je pense que ces dernières ne devraient pas être incluses, car il ne s'agit pas d'un véritable système de tarification du carbone, et elles n'ont absolument pas été conçues à cette fin. Elles existent depuis des décennies. Elles ont en fait été conçues pour financer les autoroutes et les routes, ce qui va devenir un problème.

Ce que je veux dire, c'est que si l'on considère l'échange de droits d'émission et la tarification du carbone dans 71 pays, cela représente moins de 5 euros par tonne. Ce n'est pas beaucoup. Le prix du carbone va augmenter bien plus ici, par rapport à d'autres pays. En fait, nous sommes déjà proches des 20 euros par tonne — c'est un peu moins, je crois — et nous aurons donc un prix du carbone beaucoup plus élevé que la plupart des pays du monde. En même temps, nous avons vu que les États-Unis s'engagent dans une voie complètement différente.

Le sénateur Gignac : Ravi de vous revoir, monsieur Mintz. Votre article, qui a été publié dans le *Financial Post* le lendemain de l'énoncé économique de Mme Freeland, je crois, était intitulé « Trudeau emboîte le pas à Biden sur le chemin de la ruine économique ».

Pourriez-vous nous expliquer un peu pourquoi nous fonçons dans le mur avec ce genre de politique?

M. Mintz : Eh bien, je dois admettre que ce n'est pas moi qui écris les titres de mes articles. Ce sont généralement les rédacteurs en chef, et leur but est de vendre des journaux. Ce titre ne vient donc pas de moi. En fait, si vous lisez l'article, vous verrez que je n'ai jamais vraiment dit cela. Le propos principal de l'article est que nous restons dans une logique de dépenses. Nous ne réfléchissons pas sérieusement aux conséquences des déficits sur l'inflation, sur la productivité. En fait, je dirais qu'à l'heure actuelle, le plan Biden est en partie très similaire à cet égard.

Senator Gignac: Feel free to send information in writing, if you like. I understand you have a cold.

Basically, you mentioned in other articles that you have identified five reasons why inflation will persist. Among them, one is regarding the fiscal policy — that the current spending does not help. You can reply in writing or now if you have time to summarize.

Mr. Mintz: My main point is that the spending is primarily being spent on transfers and subsidies with respect to the green economy, but we have a serious problem vis-à-vis productivity. In fact, what also concerns me are the rising taxes that we are starting to see, especially in corporate taxation but also in personal taxes, et cetera. I think we need to worry a lot more about productivity. Right now, the response of the current federal government, and also the Biden approach, has been to use government business subsidies to promote certain industries, but I don't think that's necessarily the best approach to rely on.

While we have serious issues around regulation and taxation that need to be addressed, we need to help encourage more productivity overall in the whole private sector, not just certain politically favoured activities.

Senator Loffreda: Thank you, Mr. Mintz, for being here with us. I have in front of me and I read the article “The demographic time bomb has arrived.” You make some strong statements there, which I won't go into. You make a strong point that, unlike interest rates or weather, long-term demographic trends are highly predictable, and we are facing a demographic storm that will have far-reaching impacts on the economy and geopolitics. Do you feel that Canada's current immigration strategy, policies and regulations will be sufficient to fully mitigate those risks, or do we risk long-term inflationary effects given our current housing crisis and other factors that influence inflation?

Mr. Mintz: Some people think we can deal with economic growth by simply bringing more people into the country. While I am very positive about the important long-run effects of migration coming into the country, my point on the demographics is that all high-income countries and many large upper-income economies, such as China, Brazil, et cetera — all of them are facing rapid-aging problems over the next 13 years.

Le sénateur Gignac : N'hésitez pas à envoyer de l'information par écrit, si vous le souhaitez. Je crois comprendre que vous avez le rhume.

En gros, vous avez indiqué, dans d'autres articles, que vous avez relevé cinq raisons pour lesquelles l'inflation va subsister. L'une de ces raisons est la politique fiscale : les dépenses actuelles n'aident pas. Vous pouvez répondre maintenant si vous en avez le temps, ou le faire ultérieurement par écrit.

M. Mintz : Je dis essentiellement que les dépenses visent principalement les transferts et les subventions liées à l'économie verte, mais que nous avons un sérieux problème de productivité. En fait, ce qui me préoccupe aussi, ce sont les hausses d'impôts que nous commençons à voir, surtout pour les entreprises, mais aussi pour les particuliers, entre autres. Je pense que nous devons nous préoccuper beaucoup plus de la productivité. Pour l'instant, la réponse du gouvernement fédéral actuel, qui correspond à l'approche de M. Biden, a été d'utiliser les subventions gouvernementales aux entreprises pour promouvoir certaines industries, mais je ne pense pas que ce soit nécessairement la meilleure approche à adopter.

Bien que nous ayons de sérieux problèmes à régler en matière de réglementation et de fiscalité, nous devons encourager une plus grande productivité dans l'ensemble du secteur privé, et pas seulement dans certaines activités privilégiées sur le plan politique.

Le sénateur Loffreda : Merci de votre participation, monsieur Mintz. J'ai sous les yeux un article que j'ai lu et dont le titre est « The demographic time bomb has arrived », ou « La bombe à retardement démographique, c'est maintenant ». Vous y faites des déclarations percutantes sur lesquelles je ne m'étendrai pas. Vous faites valoir avec force que, contrairement aux taux d'intérêt ou à la météo, les tendances démographiques à long terme sont hautement prévisibles, et que nous sommes confrontés à une tempête démographique qui aura des répercussions considérables sur l'économie et la géopolitique. Pensez-vous que la stratégie, les politiques et les règlements actuels du Canada en matière d'immigration suffiront à éliminer complètement ces risques? Risquons-nous plutôt des effets inflationnistes à long terme compte tenu de la crise actuelle du logement et d'autres facteurs qui influent sur l'inflation?

M. Mintz : Des gens pensent que nous pouvons faire face à la croissance économique en accueillant simplement plus de personnes dans le pays. Je suis très positif quant aux effets importants que l'immigration peut avoir à long terme sur le pays. Cependant, en ce qui concerne les questions démographiques, je pense que tous les pays à revenu élevé et de nombreuses grandes économies à revenu supérieur, par exemple la Chine et le Brésil, seront confrontés à des problèmes de vieillissement rapide au cours des 13 prochaines années.

As a result, international markets for labour are going to be much more competitive. The effect is a predilection for people willing to remain home, where their families are, rather than going to another country. It's only when they're facing political difficulties or poverty that populations will shift. But we are all going through the major rapid-aging problem. As a result, immigration will be tougher, especially for skilled immigrants, over the next number of years.

The best response or one of the most important responses to our demographic problems — and there are some positive things, I mean real wage rates will go up as you have insufficient people in the labour force and still rising demands — if you want to remain competitive as an economy — and I think rising wages are a good thing, not a bad thing — you are going to need capital investment.

Canada has done a very poor job on capital investment. In fact, in a paper with Phil Bazel last year we showed that from 2015 to 2019 there were only four countries in the world that actually had a reduction in capital formation. This is not just businesses but also households and governments. They were Canada, Mexico, Brazil and Australia. Partly driven in the case of Canada by oil and gas, but not entirely by oil and gas —

The Chair: I will have to stop you there, Jack, but we will find that paper and table it here.

Senator Ringuette: Good day, Dr. Mintz. Nice to see you again. When you talk about the fiscal policy and government spending for 2020 and 2021, I see government spending as investing in survival during the COVID period. How shall I say it? To explain your stance in regard to government spending and fiscal policy during these budget years, which one of these COVID programs would you have not provided to Canadians?

Mr. Mintz: Well, I won't mention WE Charity, but that was certainly one. First of all, whoever heard, during a recession, of household incomes going up by 11%? That means the average person was making 11% more during the COVID period than they would if there were no COVID, compared to the year before. That's really very unlikely to happen. In fact, in Germany, that did not happen. Household incomes stayed flat. My main point was there was too much spending, excessive spending, even though we did require spending to deal with the pandemic. I'm not saying we should have had zero spending.

En conséquence, les marchés internationaux de la main-d'œuvre vont devenir beaucoup plus compétitifs, et les gens préféreront rester chez eux, là où se trouve leur famille, plutôt que de partir à l'étranger. Les populations ne se déplacent que lorsqu'elles sont confrontées à des difficultés politiques ou à la pauvreté. Mais nous connaissons tous le grave phénomène du vieillissement rapide. De ce fait, au cours des prochaines années, la situation de l'immigration sera plus difficile, surtout en ce qui concerne les immigrants qualifiés.

La meilleure réponse ou l'une des réponses les plus efficaces à nos problèmes démographiques... et il y a des choses positives, notamment les taux de salaire réels qui vont augmenter en raison du nombre insuffisant de personnes sur le marché du travail et de l'augmentation de la demande, si vous voulez rester compétitif en tant qu'économie, et je pense que l'augmentation des salaires est une bonne chose, et non le contraire... Il va falloir des dépenses en capital.

Le Canada n'a pas fait du très bon travail en matière d'investissement de capitaux. En fait, Phil Bazel et moi avons montré, dans un article que nous avons cosigné l'an dernier, que de 2015 à 2019, seuls quatre pays dans le monde ont connu une réduction de la formation de capital. Il ne s'agit pas seulement des entreprises, mais aussi des ménages et des gouvernements. Il s'agit du Canada, du Mexique, du Brésil et de l'Australie. En partie porté dans le cas du Canada par le pétrole et le gaz, mais pas entièrement par le pétrole et le gaz...

La présidente : Je dois vous arrêter là, monsieur Mintz, mais nous allons trouver cet article et le déposer au comité.

La sénatrice Ringuette : Bonjour, monsieur Mintz. Je suis ravie de vous revoir. Vous parlez de la politique fiscale et des dépenses gouvernementales pour 2020 et 2021, et je vois les dépenses gouvernementales comme un investissement dans la survie pendant la pandémie de COVID. Comment dire? Pour expliquer votre position en ce qui concerne les dépenses gouvernementales et la politique fiscale au cours de ces exercices budgétaires, lequel des programmes d'aide liés à la COVID n'auriez-vous pas fourni aux Canadiens?

M. Mintz : Eh bien, je ne mentionnerai pas l'Organisme UNIS, mais c'en était certainement un. Tout d'abord, a-t-on déjà entendu parler d'une augmentation des revenus des ménages de 11 % en période de récession? Cela signifie que les gens ont gagné en moyenne 11 % de plus pendant la période de la COVID que s'il n'y avait pas eu de COVID, par rapport à l'année précédente. Il est vraiment très peu probable que cela se produise. En fait, en Allemagne, cela ne s'est pas produit. Les revenus des ménages sont restés stables. Ce que je veux dire, c'est qu'il y a eu trop de dépenses, des dépenses excessives, même si des dépenses étaient nécessaires pour faire face à la pandémie. Je ne dis pas que nous aurions dû ne rien dépenser.

Take, for example, the Canada Emergency Response Benefit, the CERB, which was very expensive. We didn't differentiate between full- and part-time workers, and the amount of money given to part-time workers was far more for many of them than what they would make if they were working. We did rush out the money; I know that. But it came at a huge cost, and we have to remember that.

Senator Ringuette: The issue of survival was based on, in your terms, whether they were working full-time or part-time?

Mr. Mintz: No, it's just an example.

Senator Ringuette: Excluding trying to survive.

Mr. Mintz: You could have had a lower amount given to a part-time worker than a full-time worker, as an example. There were a number of things in the spending that were way too much.

Senator Yussuff: Thank you, Dr. Mintz, for being here.

I want to go back to the whole question of inflation. Clearly, the challenge we face as a country in dealing with inflation is that we don't grow a lot of vegetables except for the summer, so a lot of these products is coming from the U.S. and other places. The exchange rate is part of the problem, but equally if we're importing this, we don't necessarily control prices, fluctuation in the market and the exchange rate. Would you not agree that this is contributing significantly to the challenge we face until we can get the product we are purchasing, but equally our exchange rate that is not so obviously dependent on what we buy from other markets in terms of dealing with inflation?

Mr. Mintz: Just as a quick reminder, a short piece, which I assume can be read by the committee, that I read earlier on. Everybody faced higher food prices around the world, but it still doesn't explain the different responses.

In the case of China, there was not as big of an amount of spending that went on to deal with COVID. They didn't go into a major program of spending. They didn't set up monetary policy and fiscal policy that led to high inflation. The reason I'm saying that is suppose you did raise interest rates earlier on; that would have pulled up the Canadian dollar, allowing import prices to come in at a lower price. We should quit focusing simply on certain products and relative prices, and enrol monetary policies to control the overall price level, the nominal price level. We had a monetary policy that accommodated a lot of the spending, but it was also slow in reacting. Very little was done in 2021 until toward the end of 2021 because the bank, quite erroneously, expected inflation to fall more quickly.

Prenez, par exemple, la Prestation canadienne d'urgence, la PCU, qui a coûté très cher. Nous n'avons pas fait de distinction entre les travailleurs à temps plein et à temps partiel, et le montant versé aux travailleurs à temps partiel était bien supérieur, pour beaucoup d'entre eux, à ce qu'ils auraient gagné s'ils avaient travaillé. Nous avons distribué l'argent à la hâte; je le sais. Mais le coût en a été énorme, et nous ne devons pas l'oublier.

La sénatrice Ringuette : L'enjeu de la survie était basé, selon ce que vous dites, sur la question de savoir si les gens travaillaient à temps plein ou à temps partiel?

M. Mintz : Non. Ce n'est qu'un exemple.

La sénatrice Ringuette : Qui exclut les efforts pour survivre.

M. Mintz : On aurait pu donner un montant moins élevé à un travailleur à temps partiel qu'à un travailleur à temps plein, par exemple. Certaines dépenses ont été beaucoup trop élevées.

Le sénateur Yussuff : Merci beaucoup de votre participation, monsieur Mintz.

J'aimerais revenir sur la question de l'inflation. Il est évident que le défi auquel nous sommes confrontés en tant que pays, pour faire face à l'inflation, est que nous ne cultivons pas beaucoup de légumes, sauf l'été, et qu'une grande partie de ces produits provient des États-Unis et d'autres pays. Le taux de change fait partie du problème, mais aussi, quand nous importons ces produits, nous ne contrôlons pas nécessairement les prix, les fluctuations du marché et le taux de change. En matière d'inflation, ne pensez-vous pas que cela contribue beaucoup aux difficultés que nous rencontrons jusqu'à ce que nous puissions obtenir le produit que nous achetons, mais également notre taux de change, qui ne dépend pas de manière aussi évidente de ce que nous achetons dans d'autres marchés?

M. Mintz : Je vous rappelle un court texte que j'ai lu plus tôt et que le comité pourra lire, je suppose. Tout le monde a été confronté à la hausse des prix des denrées alimentaires dans le monde, mais cela n'explique toujours pas les différentes réactions.

En Chine, les dépenses liées à la COVID n'ont pas été aussi importantes. Ils ne se sont pas lancés dans un grand programme de dépenses. Ils n'ont pas mis en place une politique monétaire et fiscale qui a conduit à une forte inflation. La raison pour laquelle je dis cela, c'est que si vous aviez augmenté les taux d'intérêt plus rapidement, cela aurait fait monter la valeur du dollar canadien, ce qui aurait permis de réduire le prix des importations. Nous devrions cesser de nous concentrer simplement sur certains produits et sur les prix correspondants, et adopter des politiques monétaires visant à contrôler le niveau général des prix, le niveau nominal des prix. Notre politique monétaire a permis de faire face à une grande partie des dépenses, mais elle a également été lente à réagir. On a fait très

The Chair: Mr. Mintz, I know you have to rush off. Have you got one minute for Senator Massicotte, or should we wrap this up?

Mr. Mintz: No, I'm okay.

Senator Massicotte: Nice to see you again, Jack.

Mr. Mintz: Thank you.

Senator Massicotte: Talk to me about the productivity. You said no investment or a very poor level of investment. A consequence of that is we're suffering from poor productivity. Any comments on what the solution could be to get us out of this tough situation?

Mr. Mintz: Well, first of all, we really do need to look at our regulatory policies both at federal and provincial levels to see which ones are leading to, for example, very slow permitting. It's going to be very important in the green economy as we go through this energy transition, being able to build transmission lines or redoing pipelines or whatever kind of expenditures that we're going to need to build up new energy systems. As we know from many studies that have been done internationally, Canada actually has a very poor performance in permitting. This is a very significant issue that needs to be dealt with by federal and provincial governments; otherwise, we are going to be having a lack of investment. There is no question in my mind that this has been one of the important barriers to investment that's happened here in Canada, where our real investment has declined in dollars — not just relative to GDP, but declined in dollars — since 2015. That is one area.

With respect to tax policy, we have undertaken corporate tax reform since 2000. We got our system from being one of the highest effective tax rates on capital to the middle of the pack. It has crept up since 2012. Perhaps we need to think a little bit more about our overall tax structure. We've raised top personal rates to over 50%. That has led to significant discouragement of entrepreneurs and others to work in Canada. We have capital that's flowing out of the country more so than we have capital coming into the country. There are a number of things to work on, but the most important is to say that Canada is open for business.

peu de choses jusque vers la fin de 2021 parce que la banque s'attendait, tout à fait à tort, à une baisse plus rapide de l'inflation.

La présidente : Monsieur Mintz, je sais que vous allez devoir partir rapidement. Avez-vous une minute pour le sénateur Massicotte, ou devons-nous conclure?

M. Mintz : Non. Ça va aller.

Le sénateur Massicotte : Je suis ravi de vous revoir, monsieur Mintz.

M. Mintz : Merci.

Le sénateur Massicotte : Merci. Parlez-moi de la productivité. Vous avez parlé de l'absence d'investissement ou d'un très faible niveau d'investissement. Entre autres conséquences, nous souffrons d'une faible productivité. Avez-vous des observations à faire sur la solution qui pourrait nous sortir de cette situation difficile?

M. Mintz : Tout d'abord, nous devons vraiment examiner nos politiques réglementaires, tant au fédéral qu'au provincial, afin de déterminer celles qui entraînent, par exemple, une lenteur excessive dans l'octroi des permis. Il sera très important dans l'économie verte, alors que nous vivons cette transition énergétique, de pouvoir construire des lignes de transmission ou refaire des pipelines, ou tout autre type de dépenses dont nous aurons besoin pour construire de nouveaux systèmes énergétiques. Comme nous l'ont révélé de nombreuses études réalisées à l'échelle internationale, le Canada a une très mauvaise performance en matière de délivrance de permis. Il s'agit d'un problème très sérieux que les gouvernements fédéral et provinciaux doivent régler, sans quoi les investissements seront insuffisants. Il ne fait aucun doute dans mon esprit que cela a été l'un des obstacles importants à l'investissement, au Canada. Depuis 2015, nos investissements réels ont diminué en dollars; pas seulement par rapport au PIB, mais en dollars. Voilà un des aspects.

En ce qui concerne la politique fiscale, nous avons entrepris en 2000 une réforme de l'impôt des sociétés. Nous avons les taux effectifs d'imposition les plus élevés, et nous nous situons maintenant en milieu de peloton. Ce taux est en hausse depuis 2012. Nous devons peut-être réfléchir un peu plus à notre structure fiscale globale. Nous avons augmenté les taux d'imposition des particuliers à plus de 50 %, pour la tranche supérieure. Cela a beaucoup découragé les entrepreneurs et d'autres personnes de travailler au Canada. Les capitaux qui sortent du pays sont supérieurs aux capitaux qui y entrent. Il y a un certain nombre de choses sur lesquelles il faut travailler, mais le plus important est de dire que le Canada est prêt à faire des affaires.

Even the carbon policy that we have, the carbon tax, the revenues have been returned to the households as lump sum transfers, and there's very little relief given to businesses, which are actually facing these higher carbon prices and costs as a result, making them uncompetitive. We need a lot more attention paid to business investment than what's currently being done.

The Chair: Thank you very much. Again, we apologize for having to reschedule your appearance, and we appreciate your time today and your being with us from Calgary. We will suspend, ladies and gentlemen, just while we have our next witnesses connected by video.

Mr. Mintz: Thank you.

The Chair: We will continue with our discussion on the state of the Canadian economy. We have with us by video conference for our second panel today Mr. John Greenwood, Chief Economist with International Monetary Monitor Ltd., and Mr. Steven Ambler, Associate Professor at the Université du Québec à Montréal and David Dodge Chair in Monetary Policy at C.D. Howe Institute.

We're going to begin with an opening statement from Mr. Greenwood, followed by Mr. Ambler.

Mr. Greenwood, please go ahead.

John Greenwood, Chief Economist, International Monetary Monitor Ltd., as an individual: Thank you, Senator Wallin. Thank you, senators, for inviting me to testify here today.

I'm going to abbreviate my opening remarks, which I timed at nine minutes. I'll try and keep them within five. I want to cover three topics: first, the most appropriate monetary policy for Canada; second, the origins of the current inflation; and third, how you can avoid repeating such an episode in the future.

First, the most appropriate intermediate target for monetary policy is for the central bank to focus not on interest rates, but on monetary growth, and by that I mean the broadest measure of money that is available, which is M3 in Canada.

The next question is at what growth rate should that be allowed or encouraged to grow. In different countries, the answer will vary, depending on the sum of three magnitudes: the sustainable or potential real GDP growth of the economy; the rate at which the population wishes to add to its money balances relative to income year by year; and third, the inflation target. In Canada, these figures are approximately 2% for real GDP growth, 1.9% per annum via addition to money balances, and 2%

Même la politique du carbone que nous avons mise en place, la taxe sur le carbone... les recettes ont été remises aux ménages sous forme de transferts forfaitaires, et les entreprises ont bénéficié de très peu d'aide, alors qu'elles doivent faire face aux prix et aux coûts plus élevés du carbone, ce qui les empêche d'être compétitives. Nous devons accorder beaucoup plus d'attention aux investissements des entreprises que ce qui se fait actuellement.

La présidente : Merci beaucoup. Encore une fois, nous nous excusons d'avoir dû reporter votre comparution, et nous vous savons gré du temps que vous nous avez consacré aujourd'hui et de votre présence parmi nous depuis Calgary. Nous allons suspendre la séance, mesdames et messieurs, le temps de connecter nos prochains témoins par vidéo.

M. Mintz : Merci.

La présidente : Nous poursuivons notre discussion sur l'état de l'économie canadienne. Notre second groupe de témoins est composé de M. John Greenwood, économiste en chef d'International Monetary Monitor Ltd, et de M. Steven Ambler, professeur associé à l'Université du Québec à Montréal et titulaire de la chaire David Dodge en politique monétaire à l'Institut C.D. Howe.

Nous allons commencer par la déclaration liminaire de M. Greenwood, puis nous écouterons celle de M. Ambler.

Monsieur Greenwood, vous avez la parole.

John Greenwood, économiste en chef, International Monetary Monitor Ltd., à titre personnel : Merci, sénatrice Wallin. Merci, mesdames et messieurs les sénateurs, de m'avoir invité à témoigner aujourd'hui.

Je vais abrégé ma déclaration liminaire qui devait durer neuf minutes. Je vais essayer de m'en tenir à cinq minutes. Je veux aborder trois sujets : premièrement, la politique monétaire la plus appropriée pour le Canada; deuxièmement, les origines de l'inflation actuelle; et troisièmement, la façon de prévenir un autre épisode de ce genre.

Tout d'abord, la cible intermédiaire la plus appropriée pour la politique monétaire est que la banque centrale se concentre non pas sur les taux d'intérêt, mais sur la croissance monétaire, et j'entends par là la monnaie au sens large, c'est-à-dire l'indicateur M3 au Canada.

La question suivante est de savoir à quel taux de croissance il faut permettre ou encourager cette croissance. La réponse variera d'un pays à l'autre, en fonction de la somme de trois valeurs : la croissance durable ou potentielle du PIB réel de l'économie, le taux auquel la population souhaite accroître ses encaisses monétaires par rapport à son revenu d'une année sur l'autre et, enfin, la cible d'inflation. Au Canada, ces chiffres sont d'environ 2 % pour la croissance du PIB réel, de 1,9 % par an pour l'ajout

for the inflation target. If we round up slightly, these figures give us a required or optimum rate of growth of broad money of 6% per annum.

Now, during the period 2009 to 2019, M3 growth was just slightly greater than this, averaging 6.5% per annum, and as a result, Canada's CPI inflation rate averaged very close to the 2% target, at 1.7%.

I want to stress that the monetary target should not be allowed to become a fetish. As long as M3 growth is within a few percentage points on either side of that 6% intermediate target, no great harm will be done.

Second, what happens when this intermediate target for M3 is ignored for any extended period? I want you to consider two periods: first, the decade of 1972 to 1981, and second, the COVID period.

Now, in preparing these remarks, I read very carefully the testimony of the Bank of Canada Governor Tiff Macklem when he appeared before this committee on November 1. He said, in answer to a question from Senator Gignac, that in the 1970s, "we looked at money supply every week." That's a mistake, in my view. And "we learned that the relationship between money supply, inflation and the economy wasn't consistent."

This is simply disingenuous. The average rate of growth of Canadian M3 during the decade of 1972 to 1981 was 17.4%, almost three times the 6% that I just mentioned. It was hardly a surprise, then, that inflation in the years 1973 to 1982 averaged 9.6% per annum. It was clearly inadequate monetary control.

The second period to consider, and much more relevant, is the pandemic, specifically 2020 and 2021. During these two years, the Bank of Canada purchased Canadian government bonds on a large scale. According to Governor Macklem's testimony:

QE basically provides a different way to lower interest rates further at the yield curve. . . . QE is just another way of lowering interest rates.

What he failed to mention was that when the Bank of Canada purchased those Canadian government bonds, those purchases were paid for by cheques from the Bank of Canada direct to the sellers, adding directly to the money supply M3. As a result, M3 accelerated from 7.8% in January 2020 to 16.3% by June 2020 and remained at an elevated 12% level until February 2021. It's that surge in broad money in M3 which is directly responsible for your inflation in Canada today, not the supply chain

aux encaisses monétaires et de 2 % pour la cible d'inflation. Si nous arrondissons légèrement, ces chiffres nous donnent un taux de croissance requis ou optimal de la monnaie au sens large de 6 % par an.

Or, au cours de la période de 2009 à 2019, la croissance de l'indicateur M3 a été légèrement supérieure à ce taux, s'établissant en moyenne à 6,5 % par an, et, par conséquent, le taux d'inflation de l'indice des prix à la consommation du Canada a été en moyenne très proche de la cible de 2 % à 1,7 %.

Je tiens à souligner que la cible monétaire ne doit pas devenir un fétiche. Tant que la croissance de l'indicateur M3 se situe plus ou moins à quelques points de pourcentage de la cible intermédiaire de 6 %, il n'y a pas de grands dommages.

Deuxièmement, que se passe-t-il lorsque cette cible intermédiaire pour l'indicateur M3 est ignorée pendant une longue période? Je voudrais que vous vous penchiez sur deux périodes : d'abord, la décennie de 1972 à 1981, et ensuite, la période de la pandémie de COVID.

Pour préparer cette déclaration, j'ai lu très attentivement le témoignage du gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem, lorsqu'il a comparu devant ce comité le 1^{er} novembre. Il a déclaré, en réponse à une question du sénateur Gignac, que dans les années 1970, « on regardait les masses monétaires chaque semaine ». C'est une erreur, à mon avis. Il a aussi dit : « Nous avons appris pendant cette période que la relation entre la masse monétaire, l'inflation et l'économie n'est pas stable. »

C'est tout simplement malhonnête. Le taux de croissance moyen de l'indicateur M3 canadien au cours de la décennie de 1972 à 1981 a été de 17,4 %, soit près de trois fois le taux de 6 % que je viens de mentionner. Il n'est donc guère surprenant que l'inflation des années 1973 à 1982 ait été en moyenne de 9,6 % par an. Le contrôle monétaire était manifestement inadéquat.

La deuxième période à considérer, et beaucoup plus pertinente, est la pandémie, plus précisément 2020 et 2021. Au cours de ces deux années, la Banque du Canada a acheté des obligations du gouvernement du Canada à grande échelle. Voici un extrait tiré du témoignage du gouverneur Macklem :

Essentiellement, l'assouplissement quantitatif permet de réduire davantage les taux d'intérêt à la courbe de rendement [...] L'assouplissement quantitatif n'est qu'une façon parmi tant d'autres de réduire les taux d'intérêt.

Ce qu'il a omis de mentionner, c'est que lorsque la Banque du Canada a acheté des obligations du gouvernement canadien, ces achats ont été payés par des chèques de la Banque du Canada directement aux vendeurs, ajoutant directement à la masse monétaire mesurée par l'indicateur M3. Par conséquent, l'indicateur M3 est passé de 7,8 % en janvier 2020 à 16,3 % en juin 2020 et est resté à un niveau élevé de 12 % jusqu'en février 2021. C'est cette augmentation de la masse

problems, not the energy price increases and not the food price increases, which are also widely blamed, and nor, incidentally, the fiscal spending, which we've heard so much about in the previous testimony. These are symptoms, if you like, but they are not causes.

How do we know this? Because as Professor Mintz correctly said, if you look at China, Japan or Switzerland — all countries that suffered the same supply chain problems, the same food and energy price increases as Canada — none of them has experienced a significant inflation problem. In all three countries, money growth was kept under control, and that's the reason why they have escaped with no inflation or a negligible increase in inflation.

Third and finally, how can Canada avoid repeating such a painful episode? My suggestion for Canada is that you legislate to revise the Bank of Canada's mandate, adding an override to the inflation target that would require the Bank of Canada to keep M3 growth within some broad tram lines, say 3% to 9%, but centred on the 6% target that I mentioned earlier.

Again, this is not to be followed blindly week by week or even month by month. Nevertheless, money growth should not be allowed to deviate outside these limits without the governor and his policy committee being hauled over the coals.

To close, allow me to leave you with this quotation from Milton Friedman:

Monetary policy is not about interest rates. Monetary policy is about the rate of growth of the quantity of money.

Thank you.

The Chair: Thank you very much, Mr. Greenwood. Those were very insightful comments.

We'll go now to Mr. Ambler for his opening comments as well.

Steven Ambler, Associate Professor, Université du Québec à Montréal and David Dodge Chair in Monetary Policy, C.D. Howe Institute, as an individual: Thank you very much, Senator Wallin, for the opportunity to speak before this committee. I want to talk about three or four points. I'll try to get through them very quickly. I prepared a written statement.

[*Translation*]

I didn't have time to translate it, so it has not been sent to the senators.

monétaire calculée en utilisant l'indicateur M3 qui est directement responsable de l'inflation au Canada aujourd'hui, et non pas les problèmes de chaîne d'approvisionnement, ni les hausses des prix de l'énergie et des aliments, qui sont aussi largement blâmés ni, d'ailleurs, les dépenses fiscales, dont nous avons tant entendu parler dans les témoignages précédents. Ce sont des symptômes, si vous voulez, mais ce ne sont pas des causes.

Comment le savons-nous? Parce que, comme l'a dit M. Mintz à juste titre, si vous regardez la Chine, le Japon ou la Suisse — tous des pays qui ont subi les mêmes problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement, les mêmes hausses de prix des aliments et de l'énergie que le Canada —, aucun d'entre eux n'a connu de problème d'inflation important. Dans ces trois pays, la croissance monétaire a été maintenue sous contrôle, et c'est la raison pour laquelle ils s'en sont sortis sans inflation ou avec une augmentation négligeable de l'inflation.

Troisièmement et enfin, comment le Canada peut-il éviter de répéter un épisode aussi douloureux? Je suggère que le Canada légifère pour réviser le mandat de la Banque du Canada, en ajoutant une dérogation à la cible d'inflation qui obligerait la Banque du Canada à maintenir la croissance de l'indicateur M3 à l'intérieur de certaines grandes lignes, disons de 3 à 9 %, mais en se concentrant sur la cible de 6 % que j'ai mentionnée plus tôt.

Encore une fois, il ne s'agit pas de suivre aveuglément ces règles semaine après semaine ou même mois après mois. Néanmoins, la croissance monétaire ne devrait pas pouvoir s'écarter de ces limites sans que le gouverneur et son comité d'orientation ne soient mis sur la sellette.

Pour terminer, permettez-moi de vous citer une déclaration que Milton Friedman a faite :

Les politiques monétaires ne visaient pas les taux d'intérêt, mais bien l'augmentation de la quantité d'argent.

Merci.

La présidente : Merci beaucoup, monsieur Greenwood. Ce sont là des observations pertinentes.

Nous allons maintenant entendre les remarques liminaires de M. Ambler également.

Steven Ambler, professeur associé, Université du Québec à Montréal et chaire David Dodge en politique monétaire, Institut C.D. Howe, à titre personnel : Merci beaucoup, sénatrice Wallin, de l'occasion de comparaître devant ce comité. Je veux aborder trois ou quatre points. Je vais essayer de les parcourir très rapidement. J'ai préparé une déclaration écrite.

[*Français*]

Je n'ai pas eu le temps de le traduire, donc il n'a pas été distribué aux sénateurs.

[English]

The Chair: Please send that along to us.

Mr. Ambler: I have already sent it to your clerk. There are one or two typos, so I will send a revised version.

Talking about inflation first, I have a slightly more optimistic message. The measure that everyone looks at and gets all the attention is headline inflation, which was 6.9% in October, which is persistently high. That is the increase in the Consumer Price Index over the last 12 months, so it includes price increases which took place more than six months ago. I think that month-over-month inflation gives a better idea of where we are now and where we are headed. Also, looking at what the Bank of Canada calls its core inflation measures, which abstract from the more volatile components, is a better predictor of inflation over the near term.

If you look at that, CPI-trim — the three-month averages at least — in May, it was 7.8% — high. In October, it was already down to 3.4%, based on the latest numbers available. The CPI-median was running at 7.4%, the same three-month averages, and is now down to 3.3%. Both of these are not far from the upper end of the Bank of Canada's target range and they are moving down rapidly, so this is encouraging.

Now, when John Greenwood talked about money, and I'm going to talk about it as well — I have a paper, Ambler and Kronick (2022), which argues that when inflation is close to target and stable, the money supply actually is a poor predictor of inflation. If you're hitting your target, the best predictor of inflation is the target. But when it's not, like now, looking at money is an important indicator.

Once again, if you look at what's happening more recently to money, Mr. Greenwood talked about what happened in 2021, excessively high rates — [Technical difficulties]

The Chair: While we attempt to resolve our technical problem with Mr. Ambler's connection, we will begin our questioning with Mr. Greenwood.

Senator Loffreda: It's too bad we weren't able to complete Mr. Ambler's remarks, but I see that you do have opposing views.

Mr. Greenwood, I was very interested in reading your article "To understand and forecast inflation, follow the money"

[Traduction]

La présidente : Veuillez nous la faire parvenir, je vous prie.

M. Ambler : Je l'ai déjà envoyée à votre greffière. Il y a une ou deux erreurs typographiques, alors j'enverrai une version révisée.

Pour parler d'abord de l'inflation, j'ai un message légèrement plus optimiste. La mesure que tout le monde regarde et qui retient toute l'attention est l'inflation globale, qui était de 6,9 % en octobre, ce qui est élevé en permanence. Il s'agit de l'augmentation de l'indice des prix à la consommation au cours des 12 derniers mois, ce qui inclut donc les augmentations de prix qui ont eu lieu il y plus de six mois. Je pense que l'inflation d'un mois sur l'autre donne une meilleure idée de la situation actuelle et de l'orientation que nous prenons. De plus, l'examen de ce que la Banque du Canada appelle ses mesures d'inflation clés, qui font abstraction des composantes plus volatiles, est un meilleur indicateur de l'inflation à court terme.

Si vous examinez cet aspect, l'IPC-tronq — les moyennes sur trois mois à tout le moins — en mai était de 7,8 %, ce qui est élevé. En octobre, il était déjà descendu à 3,4 %, en s'appuyant sur les plus récentes données disponibles. La médiane de l'IPC était de 7,4 %, les mêmes moyennes sur trois mois, et elle est maintenant de 3,3 %. Ces deux chiffres ne sont pas loin de l'extrémité supérieure de la fourchette cible de la Banque du Canada et ils diminuent rapidement, ce qui est encourageant.

John Greenwood a parlé d'argent, et je vais aussi en parler. J'ai un article d'Ambler et Kronick de 2022 qui soutient que lorsque l'inflation est proche de la cible et est stable, la masse monétaire est en fait un mauvais indicateur de l'inflation. Si vous atteignez votre objectif, le meilleur indicateur de l'inflation est l'objectif. Mais lorsque ce n'est pas le cas, comme maintenant, l'argent peut être un indicateur important.

Encore une fois, si vous regardez ce qui s'est passé plus récemment avec la monnaie, M. Greenwood a parlé de ce qui s'est passé en 2021, des taux excessivement élevés... [Difficultés techniques]

La présidente : Pendant que nous essayons de résoudre le problème technique avec la connexion de M. Ambler, nous allons commencer notre période de questions avec M. Greenwood.

Le sénateur Loffreda : Il est regrettable que nous n'ayons pas pu terminer d'entendre les déclarations de M. Ambler, mais je vois que vous avez des opinions opposées.

Monsieur Greenwood, j'ai été très intéressé par la lecture de votre article dans lequel vous dites, « Pour comprendre et prévoir

and to hear your remarks. Very insightful. Thank you. In your article, you conclude that inflation could accelerate again in mid-2023 and continue well into 2024.

Maybe we can have remarks from both our panellists if possible. Many are predicting a recession, including some of the major banks, as early as Q1 in 2023. There is a consensus that it will be a mild recession, so many entrepreneurs and businesses are preparing for a mild recession in Q1 of 2023 or during 2023.

Can you elaborate on your projections and thoughts given your views on inflation? Also, when John Crow was the Governor of the Bank of Canada from 1987 to 1994 — and I was just looking at some statistics in the 1990s and the difficulties that Canada's economy had in recovering — they were looking at money supply. I think for the Governor of the Bank of Canada, Mr. Crow at the time, money supply was a priority, yet we didn't perform much better than other nations. Can I have your comments on both those thoughts and views? Thank you.

Mr. Greenwood: Sure. Thank you. Well, first of all, on the projections, that was a conditional projection. If the money supply continued to accelerate — as it was doing at the time but has ceased to do — then I think it was legitimate to say that inflation could turn up again.

Second, inflation tends to lag by anything up to two years and sometimes more. That was the reason for saying that inflation would continue in through 2023 because, in 2021, Canada had very rapid money growth. Two years later would be 2023, and there could be spillovers into 2024, and that would be exacerbated if money accelerated in the meantime. But, as I say, that danger has diminished recently.

As to the record in the 1990s, I think you're talking mainly about the early 1990s, when the U.S. was also struggling with growth, and Canada was very significantly influenced by that. Central banks can do very little about the real growth performance. What they can do, though, is to manage money and therefore inflation. I think that John Crow's record on that was good. He used to say, when asked whether money featured in their models at the Bank of Canada, that it didn't feature, but that he made sure to look over his shoulder at what is happening to money to make sure that it's neither excessive nor inadequate.

The Chair: Thank you very much.

l'inflation, suivez l'argent », ainsi que par vos remarques. Vos déclarations étaient très perspicaces. Je vous remercie. Dans votre article, vous concluez que l'inflation pourrait s'accélérer à nouveau au milieu de 2023 et continuer ainsi jusqu'en 2024.

Nous pourrions peut-être entendre les remarques de nos deux témoins, si possible. Beaucoup prédisent une récession, y compris certaines des grandes banques, dès le premier trimestre de 2023. Il y a un consensus sur le fait qu'il s'agira d'une légère récession, de sorte qu'un grand nombre d'entrepreneurs et d'entreprises se préparent à une légère récession au premier trimestre de 2023 ou au cours de l'année 2023.

Pouvez-vous nous fournir des détails sur vos projections et vos réflexions compte tenu de votre point de vue sur l'inflation? De plus, lorsque John Crow était gouverneur de la Banque du Canada de 1987 à 1994 — et j'examinais justement certaines statistiques des années 1990 et les difficultés de l'économie canadienne à se redresser —, on se penchait sur la masse monétaire. Je pense que pour le gouverneur de la Banque du Canada, M. Crow, à l'époque, la masse monétaire était une priorité, et pourtant, nous n'avons pas fait beaucoup mieux que d'autres pays. Puis-je entendre vos observations sur ces deux réflexions et vos opinions? Merci.

M. Greenwood : Bien sûr. Merci. Eh bien, premièrement, en ce qui concerne les projections, il s'agissait d'une projection conditionnelle. Si la masse monétaire continuait à s'accélérer — comme elle le faisait à l'époque mais a cessé de le faire —, alors je pense qu'il était légitime de dire que l'inflation pourrait remonter.

Deuxièmement, l'inflation a tendance à accuser un retard pouvant aller jusqu'à deux ans et parfois plus. C'est la raison pour laquelle nous avons dit que l'inflation se poursuivait jusqu'en 2023 car, en 2021, le Canada a connu une croissance monétaire très rapide. Deux ans plus tard, ce serait 2023, et il pourrait y avoir des retombées en 2024, et la situation serait exacerbée si la monnaie s'accélérait entretemps. Mais, comme je l'ai dit, ce danger a diminué récemment.

En ce qui concerne le bilan des années 1990, je pense que vous parlez surtout du début des années 1990, lorsque les États-Unis étaient également aux prises avec des problèmes de croissance, et le Canada a été très influencé par cette situation. Les banques centrales ne peuvent pas faire grand-chose sur le rendement de la croissance réelle. Ce qu'elles peuvent faire, cependant, c'est gérer la monnaie et ainsi, l'inflation. Je pense que le bilan de John Crow à cet égard est bon. Lorsqu'on lui demandait si la monnaie figurait dans les modèles de la Banque du Canada, il répondait qu'elle n'y figurait pas, mais qu'il s'assurait de regarder par-dessus son épaule ce qui se passait avec la monnaie pour s'assurer qu'elle n'était ni excessive ni inadéquate.

La présidente : Merci beaucoup.

Senator Marshall: Can you talk about your article of August 8, 2022, in the *Financial Post* where you referred to the “politically determined policy of the Bank of Canada”? I think you were referring to all those government bonds that the bank bought. Most of them are still on the bank’s balance sheet. Can you comment on the implications?

I think the bank’s independence is being questioned now by a lot of people. The fact that they’re holding those bonds on their balance sheet sort of supports that opinion or that concept. Why can’t the Bank of Canada just sell those bonds or sell some of them? Because there are implications to holding those bonds. We know now that the Bank of Canada will start incurring losses in the next quarter as a result of the low interest that the government is paying on those bonds. Why not sell off the bonds and try to preserve the bank’s independence?

Mr. Greenwood: Okay, first of all, that phrase “politically determined” was not my phrase. My co-author was Herbert Grubel, someone who is probably well known to you. He insisted on putting in that phrase. My own view is that what matters is how much money is created by central bank operations, by purchases of bonds, whether they’re corporate bonds or government bonds or whatever.

Most central banks try to keep that fairly neutral by buying government bonds. It’s the amount that matters, rather than the type of bonds, because when a central bank purchases bonds, if it buys them from non-banks, as in the case of the Bank of Canada, effectively it’s writing a cheque to the seller. That seller then receives new money that’s in addition to the money supply in the banking system, so the money supply has gone up. It wouldn’t matter whether that was a corporate bond that the Bank of Canada had bought or a Canadian government bond or, indeed, a second-hand car. All of those would result in a payment of a cheque to the seller, and that would increase the money supply.

Normally, central banks don’t get involved in creating money like this. If you take the period from 2010 to 2019, the Bank of Canada’s contribution to money creation was negligible. It’s only in times of emergency, when they do this quantitative easing, or QE purchasing, that they create money. What is more important is the amount of money they create, rather than the instruments they use. Thank you.

Senator Marshall: Do you think that the bank should start to sell off those bonds?

La sénatrice Marshall : Pouvez-vous parler de votre article du 8 août 2022 dans le *Financial Post* dans lequel vous faites référence à la « politique de la Banque du Canada établie pour des motifs politiques »? Je pense que vous faisiez référence à toutes ces obligations d’État que la banque a achetées. La majorité d’entre elles figurent toujours au bilan de la banque. Pouvez-vous vous prononcer sur les répercussions?

Je pense que l’indépendance de la banque est remise en question par de nombreuses personnes. Le fait qu’elle détienne ces obligations dans son bilan appuie en quelque sorte cette opinion ou ce concept. Pourquoi la Banque du Canada ne peut-elle pas simplement vendre ces obligations ou en vendre une partie? C’est parce qu’il y a des répercussions à détenir ces obligations. Nous savons maintenant que la Banque du Canada commencera à subir des pertes au cours du prochain trimestre en raison des faibles intérêts que le gouvernement verse sur ces obligations. Pourquoi ne pas vendre les obligations et essayer de préserver l’indépendance de la banque?

M. Greenwood : D’accord, premièrement, l’expression « établie pour des motifs politiques » n’est pas celle que je préfère. Mon coauteur était Herbert Grubel, une personne que vous connaissez sans doute bien. Il a insisté pour mettre cette expression. À mon avis, ce qui compte, c’est la quantité d’argent qui est créée par les opérations des banques centrales, par l’achat d’obligations, qu’il s’agisse d’obligations de sociétés, d’obligations d’État ou autres.

La plupart des banques centrales essaient de maintenir un niveau assez neutre en achetant des obligations d’État. C’est le montant qui importe, plutôt que le type d’obligations, car lorsqu’une banque centrale achète des obligations, si elle les achète auprès d’établissements non bancaires, comme dans le cas de la Banque du Canada, elle signe un chèque au vendeur. Le vendeur reçoit alors de l’argent neuf qui s’ajoute à la masse monétaire du système bancaire, ce qui fait que la masse monétaire augmente. Il importe peu qu’il s’agisse d’une obligation de société achetée par la Banque du Canada, d’une obligation du gouvernement canadien ou d’une voiture d’occasion. Toutes ces opérations se traduiraient par le versement d’un chèque au vendeur, ce qui augmenterait la masse monétaire.

Normalement, les banques centrales ne participent pas à la création monétaire. Ce n’est qu’en cas d’urgence, lorsqu’elles procèdent à cet assouplissement quantitatif, ou à l’achat d’obligations à des fins d’assouplissement quantitatif, qu’elles créent de l’argent. Ce qui est plus important, c’est la quantité d’argent qu’elles créent, plutôt que les instruments qu’elles utilisent. Merci.

La sénatrice Marshall : Pensez-vous que la banque devrait commencer à vendre ces obligations?

Mr. Greenwood: Well, if it sold them off rapidly, that would have the opposite effect to what happened when they purchased them. When they purchased them, that increased the money supply very rapidly. Conversely, if they were to sell them off rapidly over the same sort of time frame as they acquired them, that would make for a negative contribution to money of the same order of magnitude. That would be, I think, very dangerous or very damaging to the economy.

It doesn't work quite so directly on the sell side in quantitative tightening, or QT, because, typically, when the bonds mature, they get cancelled from the government's account at the Bank of Canada, and the assets obviously disappear from the asset side of the balance sheet. But, in principle, it's the same. The result is slower growth of money.

You have to be more careful when you're selling government bonds as a central bank to make sure that there isn't an excessive stringency imposed on the money markets.

Senator Marshall: Thank you.

Senator Gignac: Welcome, Mr. Greenwood. Thank you for referring to my discussion with Governor Macklem regarding the period of the 1970s. Could you elaborate how, this time, the QE and all the accelerated money supply compare to the last financial crisis? In the last financial crisis, central banks proceeded with QE as well, but they did not use corporate bonds. This time they have been backstopped on corporate bonds, which was a precedent.

So why this time the QE and money supply growing, accelerating — according to your point of view at least — is the source of the inflation, but in the last financial crisis they proceeded with QE, but it did not translate into our inflation. Could you discuss the divergence and the convergence between the two periods?

Mr. Greenwood: That's an ideal question. Thank you for asking it.

Of course, in the period of the global financial crisis, the previous crisis, Canada was not so badly affected. Its banks were in reasonably good shape. So Canada had to do much less with that central bank support of the financial monetary system.

But if we take the cases like the U.S. and the U.K., the big difference is that, then, the banks were in very poor shape. They

M. Greenwood : Eh bien, si elle les vendait rapidement, cela aurait l'effet inverse de ce qui s'est passé lorsqu'elle les a achetées. Quand elle les a achetées, cela a augmenté la masse monétaire très rapidement. Inversement, si ces obligations étaient vendues pendant la même période où elles ont été acquises, cela nuirait autant à la masse monétaire. Ce serait, à mon avis, très dangereux ou très néfaste pour l'économie.

Cela ne fonctionne pas aussi directement du côté de la vente dans le cadre du resserrement quantitatif, car en général, lorsque les obligations arrivent à échéance, elles sont annulées du compte du gouvernement à la Banque du Canada, et les actifs disparaissent évidemment dans les actifs du bilan. Mais, en principe, c'est la même chose. Le résultat est une croissance monétaire plus lente.

En tant que banque centrale, vous devez faire preuve d'une plus grande prudence lorsque vous vendez des obligations d'État, afin de vous assurer qu'une rigueur excessive n'est pas imposée aux marchés monétaires.

La sénatrice Marshall : Merci.

Le sénateur Gignac : Bienvenue, monsieur Greenwood. Merci d'avoir fait référence à ma discussion avec le gouverneur Macklem concernant les années 1970. Pourriez-vous nous expliquer, cette fois-ci, comment l'assouplissement quantitatif et l'accélération de la masse monétaire se comparent à la dernière crise financière? Lors de la dernière crise financière, les banques centrales ont également procédé à un assouplissement quantitatif, mais elles n'ont pas utilisé d'obligations de sociétés. Cette fois, elles ont eu recours aux obligations de sociétés, ce qui constitue un précédent.

Alors, expliquez pourquoi, cette fois-ci, l'assouplissement quantitatif et l'augmentation de la masse monétaire, son accélération — du moins, selon votre point de vue —, sont la source de l'inflation, mais que durant la dernière crise financière, les banques ont procédé à un assouplissement quantitatif, mais cela ne s'est pas traduit par notre inflation. Pourriez-vous discuter de la divergence et de la convergence entre les deux périodes?

M. Greenwood : C'est une question idéale. Merci de l'avoir posée.

Bien entendu, lors de la crise financière mondiale, la crise précédente, le Canada n'a pas été si durement touché. Ses banques étaient en assez bonne posture. Le Canada a donc beaucoup moins eu à faire avec ce soutien de la banque centrale au système monétaire financier.

Mais si nous prenons des cas comme ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, la grande différence est qu'à l'époque,

had large losses from their holdings of subprime securities. Then they had loan losses. On both accounts, they needed to recapitalize.

Now, when banks are recapitalizing, they cannot create loans at a rapid rate and, therefore, the stock of money, which is the deposits that are the counterparts of the loans, don't grow.

So following the global financial crisis, if you take the example of the United States, bank lending declined by almost a trillion dollars, 14%. If the Fed had done nothing, the money supply would have gone down by 14%. That would have been a major disaster.

The Fed did QE. Essentially, it filled that hole. It prevented the money supply from contracting, but it didn't do so much as to create inflation. It enabled money to grow at a normal sort of rate.

This time, the banks have been in good shape during COVID-19 and have been positively lending, both in the U.S., the U.K., Canada and elsewhere. Then, on top of that, the central banks poured a whole lot more fuel in the shape of QE, so money growth was much more rapid. That's why we have had inflation this time and not last time.

Senator Gignac: Thank you. That was explained well. I share your analysis on that completely.

The Chair: I don't know if you were listening to the testimony of Dr. Mintz, whether you could hear that, but he talked about the overstimulation, the overpayment throughout the pandemic; that people most certainly did need help, but when incomes rise 11% during a crisis, obviously there was some excess spending. He explained a couple of examples: that part-time workers were paid the same as full-time workers, et cetera.

Mr. Greenwood: Sure.

The Chair: We know the impact. One of those things is, as you say, inflation. We have also seen people leaving the workforce as a result of it. What is the short-term and long-term consequence of this?

Mr. Greenwood: The way to think about government spending is how it is financed.

Professor Mintz also said, and he quoted Professor Cochrane at Stanford, in saying that fiscal spending creates inflation. That is simply not correct.

les banques étaient en très mauvaise posture. Elles ont subi d'importantes pertes liées à leurs valeurs à risque. Puis elles ont subi des pertes sur les prêts consentis. Dans les deux cas, elles devaient se recapitaliser.

Lorsque les banques se recapitalisent, elles ne peuvent pas créer des prêts rapidement et, par conséquent, la masse monétaire, c'est-à-dire les dépôts qui sont les contreparties des prêts, n'augmente pas.

Donc, à la suite de la crise financière mondiale, si vous prenez l'exemple des États-Unis, les prêts bancaires ont diminué de près de 1 billion de dollars, soit de 14 %. Si la Réserve fédérale n'avait rien fait, la masse monétaire aurait diminué de 14 %. Cela aurait été une catastrophe majeure.

La Réserve fédérale a procédé à un assouplissement quantitatif. Elle a essentiellement colmaté la brèche. Elle a empêché la masse monétaire de se contracter, mais pas au point de créer de l'inflation. Cela a permis à la masse monétaire de croître à un taux normal.

Cette fois-ci, les banques étaient en bonne posture durant la pandémie de COVID-19 et ont accordé des prêts, tant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni, ainsi qu'au Canada et ailleurs. De surcroît, les banques centrales ont jeté de l'huile sur le feu en procédant à un assouplissement quantitatif, si bien que la croissance de la masse monétaire a été beaucoup plus rapide. C'est pourquoi nous avons connu une inflation cette fois-ci mais pas la dernière fois.

Le sénateur Gignac : Merci. C'est une bonne explication. Je souscris entièrement à votre analyse.

La présidente : Je ne sais pas si vous avez écouté le témoignage de M. Mintz, si vous avez pu l'entendre, mais il a parlé de la stimulation excessive, de trop-payés, tout au long de la pandémie, que les gens avaient très certainement besoin d'aide, mais que lorsque les revenus augmentent de 11 % pendant une crise, il y a évidemment eu des dépenses excessives. Il a donné quelques exemples : les travailleurs à temps partiel touchaient le même salaire que les travailleurs à temps plein, et cetera.

M. Greenwood : D'accord.

La présidente : Nous connaissons quelles en ont été les répercussions. L'une d'elles, comme vous le dites, est l'inflation. Nous avons également vu des personnes quitter le marché du travail à cause de cette situation. Quelle en est la conséquence à court et à long terme?

M. Greenwood : Si l'on se penche sur les dépenses publiques, il faut savoir comment elles sont financées.

M. Mintz a également dit, et il citait le professeur Cochrane à Stanford, que les dépenses fiscales créent de l'inflation. Ce n'est tout simplement pas correct.

Look at the example of Japan. Japan has had huge deficits through the 1990s and the early 2000s, but all the time they have had deflation. Why? Because they didn't finance it by the printing of money.

Now, fundamentally, there are only three ways to finance a deficit. You can increase taxation, in which case the private sector has less to spend, and the government has more to spend. The second way to finance it is by borrowing. If the government borrows the money from the private sector then, again, the government has more to spend, and the private sector has less. The size of the cake has not diminished, but the government is taking more of it.

The third way to finance government spending — we use metaphorical language here — is to print the money. To print, that is to accompany this increase in government spending by a more rapid increase in the rate of growth of money; that's exactly what's happened in numerous countries during the pandemic period.

But for clear understanding and thinking about this, they were two separate operations. Governments undertook a lot of borrowing. Central banks increased money by buying government bonds in the secondary markets. They didn't buy directly from government. These were two separate decisions.

As we've seen from examples quoted earlier, countries like Japan, Switzerland or China didn't finance the government expenditures by printing money and, therefore, they haven't had inflation.

The key is not so much the nitty-gritty details of how the government is subsidizing one group versus another but, more importantly, whether or not overall government spending is being financed by taxation, by borrowing or by the printing of money.

The Chair: Thank you. One more follow-up on your comments on legislating a revision to the Bank of Canada mandate in response to what we've witnessed here. You have talked about targeting. Can you flesh that out for us?

Mr. Greenwood: Yes. While we all need our central banks and monetary policy to be independent — independent of politicians and independent of the political cycle — the fact is that we've given too much discretion to our central bankers. We need to constrain them, not only with an inflation target but also by imposing on them a requirement that they do not allow money growth either to be too high for too long or to be too low for too long. Either of those two things can create problems for the economy. We need that additional rider on the inflation target.

Prenons l'exemple du Japon. Le Japon a connu d'énormes déficits tout au long des années 1990 et au début des années 2000, mais la déflation n'a jamais cessé. Pourquoi? Parce que le pays ne l'a pas financée en imprimant de l'argent.

Il n'y a fondamentalement que trois façons de financer un déficit. On peut augmenter les impôts, ce qui fait que le secteur privé a moins d'argent à dépenser et le gouvernement a plus d'argent à dépenser. La deuxième façon est d'emprunter. Si le gouvernement emprunte l'argent au secteur privé, là encore, le gouvernement a plus d'argent à dépenser, et le secteur privé, moins. La taille du gâteau n'a pas diminué, mais le gouvernement en prend une plus grande part.

La troisième façon de financer les dépenses publiques — nous utilisons ici un langage métaphorique — est d'imprimer de l'argent. C'est pour accompagner cette augmentation des dépenses publiques par une hausse plus rapide du taux de croissance de la monnaie. C'est exactement ce qui s'est passé dans de nombreux pays pendant la pandémie.

Mais pour bien comprendre la situation et réfléchir à la question, il s'agissait de deux opérations distinctes. Les gouvernements ont contracté beaucoup d'emprunts. Les banques centrales ont augmenté la masse monétaire en achetant des obligations de sociétés sur les marchés secondaires. Elles n'achetaient pas directement du gouvernement. Il s'agissait de deux décisions distinctes.

Comme nous l'avons vu dans les exemples cités précédemment, des pays comme le Japon, la Suisse ou la Chine n'ont pas financé les dépenses publiques en imprimant de l'argent et, par conséquent, ils n'ont pas connu d'inflation.

Il ne s'agit pas tant de savoir dans les moindres détails comment le gouvernement subventionne un groupe par rapport à un autre, mais surtout de savoir si les dépenses publiques globales sont financées par l'impôt, par des emprunts ou par l'impression d'argent.

La présidente : Merci. J'ai une autre question complémentaire sur vos commentaires concernant l'exigence par voie législative de réviser le mandat de la Banque du Canada étant donné ce que nous avons vu. Vous avez parlé de cibles. Pouvez-vous approfondir votre pensée?

M. Greenwood : Oui. Bien que nos banques centrales et nos politiques monétaires doivent être indépendantes — indépendantes des politiciens et du cycle politique —, le fait est que nous avons conféré trop de pouvoirs discrétionnaires à nos banques centrales. Nous devons limiter leurs actions, non seulement en fixant une cible d'inflation, mais aussi en leur imposant l'obligation de ne pas permettre une croissance monétaire trop élevée trop longtemps, ou trop faible trop longtemps. Ces deux scénarios peuvent entraîner des problèmes pour l'économie. Il nous faut ajouter cette obligation à la cible d'inflation.

The inflation target is mandated, but there is no discussion or constraint on what the central banks may or may not do to achieve that target. That's the source of the error this time.

As I mentioned in my opening remarks, Governor Macklem said, "Oh, well, we're just lowering interest rates." Not at all. He was pumping up the quantity of money very rapidly, and that was the mistake.

The Chair: Thank you very much.

Senator Ringuette: Your perspective is very interesting.

When the Governor of the Bank of Canada was here, I asked him a question in regard to how high he can set an interest rate without triggering or contributing to a recession in Canada. I didn't get an answer. I would like to know what your answer would have been.

Mr. Greenwood: Sure. In my view, that's an unanswerable question, and the reason is this: What drives spending and, therefore, the question of whether or not Canada has a recession, is the rate of growth of money in prior periods.

If the rate of growth of money were to slow down to, let's say, 3% or less and stay at that very low level, then I'd be quite confident in forecasting that Canada would probably have a recession. The inflation rate would fall quite sharply after a period of a year or two.

There's no precise relationship between interest rates and a recession. You see, when the central bank raises interest rates, that tightens money in the first instance. Then what happens is the economy, after a while, slows down, and eventually inflation comes down. Then what happens is that interest rates fall.

There is a two-stage effect on interest rates, of changes in the rate of growth of money. The first effect of tight money would be to raise interest rates. The second effect would be to lower them.

It's very difficult to say or, as I said, almost impossible to say precisely how high rates need to go because interest rates are a symptom of different things. High interest rates can be a symptom of very tight money, or, in other economies, if you've had a very rapid rate of growth of money — think of Argentina or Turkey or Venezuela — then you can have high interest rates because money growth has been excessively rapid. So interest rates are not a good guide to conducting good monetary policy. It is much better to rely, as I started out my statement saying, on the rates of growth of broad money. Then you won't go too far wrong.

La cible d'inflation fait partie du mandat, mais rien ne limite les actions des banques centrales pour atteindre cette cible. Voilà ce qui pose problème dans le cas qui nous occupe.

Comme je l'ai mentionné dans ma déclaration préliminaire, le gouverneur Macklem a affirmé : « Eh bien, nous ne faisons que baisser les taux d'intérêt. » Pas du tout. Il injectait de grandes sommes d'argent dans l'économie à la vitesse grand V, et c'était là son erreur.

La présidente : Merci beaucoup.

La sénatrice Ringuette : Votre perspective est fort captivante.

Lors de la comparution du gouverneur de la Banque du Canada devant notre comité, je lui ai demandé dans quelle mesure il pouvait augmenter un taux d'intérêt sans déclencher ou alimenter une récession au Canada. Je n'ai pas obtenu de réponse. J'aimerais savoir ce que vous m'auriez répondu.

M. Greenwood : D'accord. Selon moi, il est impossible de répondre à cette question pour cette raison : le facteur qui stimule les dépenses — et, donc, le facteur qui détermine si le Canada connaît une récession — est le rythme auquel la masse monétaire a crû dans les périodes antérieures.

Si le rythme de la croissance de la masse monétaire ralentissait pour atteindre, disons, 3 % ou moins, et se stabiliser à ce niveau très faible, je pourrais prévoir avec certitude que le Canada subirait probablement une récession. Le taux d'inflation chuterait brusquement au terme d'une période d'un an ou deux.

Il n'existe pas de lien précis entre les taux d'intérêt et une récession. Voyez-vous, lorsque la banque centrale augmente les taux d'intérêt, la masse monétaire se resserre sur le coup. Puis, après un certain temps, l'économie ralentit et l'inflation finit par diminuer. Par la suite, les taux d'intérêt baissent.

Les effets sur les taux d'intérêt — les changements au rythme de croissance de la masse monétaire — se font en deux temps. La première conséquence d'un resserrement monétaire serait d'augmenter les taux d'intérêt. La deuxième serait de les baisser.

Il est très difficile — ou, comme je le disais, pratiquement impossible — de déterminer précisément dans quelle mesure les taux doivent augmenter parce que les taux d'intérêt sont un symptôme de différents facteurs. Les taux d'intérêt élevés peuvent être la conséquence d'un resserrement monétaire marqué ou, dans d'autres économies, une croissance excessivement rapide de la masse monétaire — comme en Argentine, en Turquie ou au Venezuela — peut entraîner des taux d'intérêt élevés. Par conséquent, il ne faut pas se fier aux taux d'intérêt pour bien orienter une saine politique monétaire. Comme je le disais au début de mon exposé, il est beaucoup plus approprié

Senator Ringuette: Essentially, what you are saying is that by not increasing or decreasing the interest rate or keeping it at a stable rate and letting the economy grow, that inflation should therefore stabilize?

Mr. Greenwood: My answer is more that it's desirable to maintain a steady growth of money. If that means some months you have higher interest rates, and other months you have lower interest rates, so be it; the important thing is not to allow money growth get out of control. The emphasis should be on the money, not on the interest rate.

The Chair: So we are hearing this debate, both in this country and perhaps louder in the U.S., that as the interest rates go up, of course, that's going to increase recessionary pressures, which in turn brings interest rates down.

Mr. Greenwood: Ultimately, yes. The U.S. has a separate and more difficult problem to deal with right now, and that is that during the COVID period, their broad money grew at roughly 18% on average. Since the beginning of this year, that has slumped to zero. We have the prospect of a very sharp slowdown in economic activity.

If you would like me to put it in terms of a metaphor, the Fed stepped too hard on the accelerator during the COVID period with 18% average broad money growth, and now it is stepping too hard on the brake with sharp rate rises and QT, and that's giving us zero growth of money in America in the first 10 months of this year. That threatens to produce a more severe recession and higher unemployment than is necessary to bring down the inflation rate.

The Chair: Thank you for that.

Just for the information of our committee, we are not able to re-establish our conversation with Mr. Ambler to the degree that the translators would be able to translate that. Does anyone have a final question or two for Mr. Greenwood?

Senator Smith: Sir, Australia is considering an independent review of its central bank. There are talks that the new U.K. prime minister has promised a review of the Bank of England's objectives. Do you think that the Bank of Canada's mandate should be independently reviewed, considering its actions over the last three years? What I am getting at is how we keep the central bank accountable yet maintain its independence.

de se fier aux rythmes de croissance de la masse monétaire. En s'appuyant sur cet indicateur, on ne peut se fourvoyer trop allègrement.

La sénatrice Ringuette : Vous avancez essentiellement que l'inflation devrait se stabiliser si on n'augmente ou ne diminue pas le taux d'intérêt, ou si on le laisse à un taux stable et qu'on laisse l'économie croître?

M. Greenwood : Je dis plutôt qu'il est bénéfique de maintenir une croissance stable de la masse monétaire. Si cette croissance stable se traduit par des mois où les taux d'intérêt augmentent et d'autres mois où ils diminuent, ainsi soit-il. Ce qui prime, c'est de juguler les dérapages liés à la croissance de la masse monétaire. On devrait se soucier de la masse monétaire, pas du taux d'intérêt.

La présidente : Nous assistons à ce débat, ici au Canada et peut-être encore plus vivement aux États-Unis : l'augmentation des taux d'intérêt exerce bien entendu des pressions récessionnistes, qui font ensuite diminuer les taux d'intérêt.

M. Greenwood : Au bout du compte, oui. Les États-Unis sont aux prises avec un problème plus difficile à régler, soit que, pendant la pandémie, leur masse monétaire au sens large a crû en moyenne de 18 %. Depuis le début de l'année, cette croissance est devenue nulle. On peut s'attendre à un ralentissement de l'activité économique très marqué.

Si vous voulez que j'emploie une métaphore, je pourrais dire que la Réserve fédérale américaine a appuyé trop fort sur l'accélérateur pendant la pandémie de COVID, ce qui a entraîné une croissance moyenne de 18 % de la masse monétaire au sens large. Actuellement, la Réserve fédérale freine trop brusquement, ce qui donne lieu à des augmentations subites des taux et à du resserrement quantitatif. C'est également ce qui explique la croissance monétaire nulle aux États-Unis pendant les 10 premiers mois de l'année. La conjoncture menace de plonger le pays dans une récession et un chômage plus graves que nécessaire pour diminuer le taux d'inflation.

La présidente : Je vous remercie de cette réponse.

Pour la gouverne du comité, j'aimerais mentionner que nous ne sommes pas en mesure de rétablir la communication avec M. Ambler dans une mesure qui permettrait aux traducteurs de faire leur travail. Quelqu'un a-t-il une ou deux dernières questions à poser à M. Greenwood?

Le sénateur Smith : Monsieur Greenwood, l'Australie envisage de mener un examen indépendant de sa banque centrale. On entend dire que le nouveau premier ministre du Royaume-Uni a promis un examen des objectifs de la Banque d'Angleterre. Croyez-vous que le mandat de la Banque du Canada devrait faire l'objet d'un examen indépendant, étant donné les actions de la banque centrale au cours des

Mr. Greenwood: As I said in my remarks earlier, the inflation target is the right thing to do, but it needs a little bit more managing of the means by which the central bank will reach that inflation target. By leaving the field wide open, countries across the world — the U.S., the U.K., Israel, eurozone, Australia, New Zealand and Canada — have all had excessive growth of money. This would not have happened if the mandates had been more tightly written to prevent this kind of excessive growth of money.

It's a longer story than we have time for, but basically, the central bankers of the current generation ignore money and focus on interest rates, and that, in my view, has been a mistake. As I say, we don't have time to discuss that. We need to get back to the simple truth that too much money chasing too few goods is going to produce a problem. That's exactly what has happened in the last two years.

Senator Smith: Do you see a review process being implemented throughout the world by countries with their central banks as a result of what we have been discussing today?

Mr. Greenwood: It is possible there could be some reviews in different countries. The Fed has just conducted its own review of its performance, and the European Central Bank, or ECB, followed, and they did a similar review of their operating framework. Ironically, since doing those surveys, inflation has been let loose. I would not be confident of getting a good result from those kinds of reviews. I suspect that we would get more of the same and not the kind of detail that I've tried to give you in my testimony today.

Senator Smith: Thank you, sir.

The Chair: Just on that question of the review process, I think there are no outsiders involved in the Bank of Canada process in terms of assessing whether they are on the right track, whether it's working, et cetera. When you talk about a review, how do you see that? What is the structure?

Mr. Greenwood: That's exactly the problem. Too often, central banks get to mark their own homework. That's what the Fed did. That's what the ECB did. It's the reality that a lot of the expertise resides at the central banks. That's a powerful argument that has to be overcome, but, in my view, they've made mistakes in the last two years, two and a half years, and these need to be corrected.

trois dernières années? J'essaie de déterminer comment on peut garantir que la Banque centrale continue à rendre des comptes tout en maintenant son indépendance.

M. Greenwood : Comme je l'ai dit tout à l'heure, la cible d'inflation constitue la bonne voie à prendre, mais il faut un peu plus contraindre les moyens par lesquels la banque centrale atteindra cette cible. En se croisant les bras, les pays de partout dans le monde — les États-Unis, le Royaume-Uni, Israël, la zone euro, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et le Canada — se retrouvent tous avec une croissance excessive de la masse monétaire. La situation ne se serait pas produite si les mandats avaient été plus contraignants pour éviter ce type de croissance excessive de la masse monétaire.

Nous ne disposons pas d'assez de temps pour approfondir la question, mais, fondamentalement, les banquiers des banques centrales de la génération actuelle font fi de la masse monétaire et s'attardent aux taux d'intérêt. À mon avis, ils font fausse route. Comme je le disais, le temps nous manque pour en discuter. Nous devons revenir à la réalité dans toute sa simplicité : une trop grande quantité d'argent pour nous procurer de trop rares biens créera un problème. C'est exactement ce qui s'est produit dans les deux dernières années.

Le sénateur Smith : À la lumière de notre discussion d'aujourd'hui, envoyez-vous la mise en œuvre d'un processus dans les pays de par le monde pour examiner les banques centrales?

M. Greenwood : Il se pourrait que certains pays s'adonnent à de tels examens. La Réserve fédérale vient tout juste de mener un examen de son propre rendement, et la Banque centrale européenne, ou BCE, lui a emboîté le pas et a examiné son cadre de fonctionnement. Ironiquement, depuis ces exercices, l'inflation est devenue galopante. Je ne fonde pas beaucoup d'espoir sur les résultats que donneraient ces types d'examen. Je crois que le résultat serait du pareil au même et qu'on n'obtiendrait pas les détails que j'ai essayé de vous fournir dans mon témoignage aujourd'hui.

Le sénateur Smith : Merci, monsieur Greenwood.

La présidente : Toujours au sujet du processus d'examen, je crois qu'aucun intervenant externe ne participe au processus de la Banque du Canada pour évaluer si elle est sur la bonne voie, si ses mesures fonctionnent, etc. Lorsque vous parlez d'un examen, qu'imaginez-vous exactement? Quelle structure aurait-il?

M. Greenwood : C'est précisément le problème : les banques centrales corrigent trop souvent leurs propres devoirs. C'est ce qu'a fait la Réserve fédérale américaine, à l'instar de la Banque centrale européenne. C'est un fait : une grande partie de l'expertise reste dans les confins des banques centrales. L'argument à battre en brèche est de taille, mais, selon moi, les banques centrales multiplient les erreurs depuis deux ou deux ans et demi, et il faut les corriger.

Senator Loffreda: If we look forward to future strategies to be adopted by our central banks, given our geopolitical challenges currently — wars, climate challenges, harvest failures, epidemics — hopefully we won't have many of those — do you feel that the supply shortages could only cause temporary inflation by these events? Your conclusion is that there should be greater focus on money supply; do you still feel that given the environment we are experiencing today and the uncertainty around us? Do you think that central banks should strictly focus on money supply? Obviously, we could be more agile in bringing support where it is required, but I'd like to have your thoughts on that.

Mr. Greenwood: Yes, Senator Loffreda, you are essentially talking about the difference between relative prices and the overall price level. Again, Professor Mintz briefly mentioned this in his remarks — correctly, I think — that it is within the central bank's ability to control the overall level of prices through managing money. What happens to food prices by dint of bad harvest or to energy prices because of wars and sanctions, or what happens to the climate and therefore prices of some items in the economy, those are all things that are beyond the control of the central bank.

The central bank can really only deal with the simple notion of keeping the overall price levels stable. If there are these kinds of supply-side or even demand-side shocks, the central banks should really persist with keeping money growth stable.

If they had done that in 2020, in the face of COVID, and Canada had continued with roughly 7% to 9% money growth as it had at the time, you would not have the current inflation. So, in my opinion, yes, the world is facing lots of challenges, but these are not challenges that can be met by any policy of the central bank.

Senator Loffreda: Thank you.

Senator Gignac: Correct me if I am wrong, but if you check on the money supply comparison between the U.S. and Canada, that would suggest that, in fact, inflation in Canada in the coming years should be higher than in the U.S. What amazes and confuses me is why in the Canadian bond market, if you use the 10-year treasury bond in the U.S., for example, it is 70 basis points higher than in Canada. So it's 3% at 10-year maturity in Canada, the Canadian bond yield. In the U.S., it is 70 basis points. The bond market could be wrong, but as a former portfolio manager, I say always listen to what the market tells you because it's always a risk to ignore it. Why are the investors so confident about the inflation trend in Canada if the current money supply is so high? I have difficulty reconciling both.

Le sénateur Loffreda : Intéressons-nous aux stratégies futures qu'adopteront nos banques centrales dans le contexte géopolitique actuel qui nous assaille de défis qui, espérons-le, ne seront pas trop fréquents : les guerres, les défis climatiques, les mauvaises récoltes, les épidémies. Croyez-vous que les pénuries de marchandises résultant de ces défis pourraient seulement causer de l'inflation temporaire? Vous arrivez à la conclusion qu'on devrait davantage se concentrer sur la masse monétaire; vos constats changent-ils à la lumière du contexte actuel et de l'incertitude qui nous entoure? Maintenez-vous que les banques centrales devraient strictement se pencher sur la masse monétaire? Il va de soi que nous pourrions faire preuve de souplesse dans l'appui qui s'avère nécessaire, mais j'aimerais entendre vos réflexions à ce sujet.

M. Greenwood : Oui, sénateur Loffreda, vous parlez essentiellement de la différence entre les prix relatifs et le niveau global des prix. Pour revenir à ce que M. Mintz a mentionné au passage dans sa déclaration préliminaire — à juste titre, selon moi —, la banque centrale a la capacité de contrôler le niveau global des prix en contrôlant la masse monétaire. La banque centrale n'a aucun contrôle sur la hausse des prix des aliments due à de mauvaises récoltes, sur les prix de l'énergie soumis aux aléas des guerres et des sanctions ou sur les fluctuations de certains prix dans l'économie causées par le climat.

Force est d'admettre que la banque centrale peut seulement s'occuper de la simple notion visant à stabiliser les niveaux globaux des prix. Si des perturbations en matière d'offre ou même de demande surviennent, les banques centrales devraient malgré tout s'obstiner à stabiliser la croissance de la masse monétaire.

Si la Banque du Canada, confrontée à la pandémie en 2020, s'en était tenue à une croissance de la masse monétaire d'environ 7 à 9 % — le taux qu'elle maintenait à l'époque —, l'inflation actuelle ne se serait pas installée. Bref, je conviens que le monde se heurte à de nombreux défis, mais les politiques de la banque centrale ne peuvent aucunement y remédier.

Le sénateur Loffreda : Merci.

Le sénateur Gignac : Je me trompe peut-être, mais un coup d'œil à la comparaison des masses monétaires au Canada et aux États-Unis suggère que le Canada devrait dans les prochaines années être tenaillé par un taux d'inflation supérieur à celui des États-Unis. Un élément m'étonne et m'embrouille : je ne comprends pas pourquoi, dans le marché obligataire canadien, si on utilise l'obligation du Trésor de 10 ans aux États-Unis, par exemple, elle s'élève à 70 points de base de plus qu'au Canada. Ainsi, le rendement d'une obligation canadienne d'une durée de 10 ans s'élève à 3 %. Aux États-Unis, on parle de 70 points de base. Le marché des obligations pourrait se tromper, mais, en ma qualité d'ancien gestionnaire de portefeuille, je conseille toujours d'écouter les messages que nous envoie le marché, au risque de

Mr. Greenwood: Senator Gignac, I respect your knowledge as a former portfolio manager; however, as you rightly say, bond managers and other portfolio managers are not necessarily right. However, in this case, what we have had is very rapid growth of money in the United States, much more rapid than in Canada.

At the peak, M2, the broadest measure of money, which is still published by the Fed, increased by almost 27%. You had nothing like that in Canada. In fact, since February of 2020, just before the onset of COVID, the U.S. money supply was up on a cumulative basis by 40%. Again, in Canada, you've had nothing like that.

That would say that inflation in Canada over the next two to three years will be significantly lower than in the U.S., and that deserves some premium for Canadian bonds, therefore, yields in Canada could well be lower than in the U.S.

Obviously, there are all kinds of short-term factors which influence bond markets, but in broad terms, if you create too much money, you will get a higher inflation rate, or the inflation rate will persist for longer. That's what I expect for the United States.

Senator Gignac: Quickly and so well explained. Thank you for that. Bottom line, that suggests the Bank of Canada should stop increasing interest rates before the Fed or increase them much less because, if you compare the trend, the inflation trend is more encouraging in Canada than in the U.S. Even our other guests suggest the same thing. Do you agree?

Mr. Greenwood: Yes, I think that's absolutely right, but you can't tell that from the level of interest rates. The right way to judge it is as soon as the Bank of Canada gets the money growth rate back down to the appropriate growth rate, something around 6%, then it can stop squeezing and tightening. By maintaining money growth at that sort of level, you can be reasonably confident that, within a year or two, inflation would return to the 2% target.

s'en mordre les doigts. Pourquoi les investisseurs sont-ils si persuadés de pouvoir prédire la trajectoire de l'inflation au Canada si la masse monétaire actuelle est si élevée? J'ai du mal à concilier les deux éléments.

M. Greenwood : Sénateur Gignac, je respecte le savoir que vous détenez en votre qualité d'ancien gestionnaire de portefeuille. Or, comme vous l'avez dit à juste titre, les gestionnaires d'obligations et les autres gestionnaires de portefeuilles n'ont pas nécessairement raison. Dans le cas qui nous occupe, nous avons toutefois assisté à une croissance très rapide de la masse monétaire aux États-Unis, et même beaucoup plus rapide qu'au Canada.

À son sommet, l'indicateur M2 — la mesure de la masse monétaire au sens le plus large, qui est toujours publiée par la Réserve fédérale américaine — a augmenté de près de 27 %. Rien de tel ne s'est produit au Canada. En fait, depuis février 2020 — soit juste avant le début de la pandémie —, la masse monétaire américaine a augmenté de 40 % sur une base cumulative. Ici encore, aucun phénomène de cette ampleur ne s'est produit au Canada.

Ces conjonctures suggèrent que l'inflation au Canada au cours des deux à trois prochaines années sera considérablement moins élevée qu'aux États-Unis. On peut donc s'attendre à une augmentation de la prime pour les obligations canadiennes; par conséquent, les rendements au Canada pourraient s'avérer moins élevés qu'aux États-Unis.

Bien entendu, toutes sortes de facteurs à court terme influencent les marchés d'obligations. Or, de façon générale, si on crée trop d'argent, le taux d'inflation augmentera ou perdurera plus longtemps. C'est ce que je prédis pour les États-Unis.

Le sénateur Gignac : Votre réponse était brève et très bien expliquée. Je vous en remercie. En résumé, les circonstances suggèrent que la Banque du Canada devrait cesser d'augmenter les taux d'intérêt avant la Réserve fédérale ou devrait beaucoup moins les augmenter parce que, si on compare les tendances, la conjoncture inflationniste est plus encourageante au Canada qu'aux États-Unis. Même nos autres invités ont abondé en ce sens. Êtes-vous d'accord?

M. Greenwood : Oui, je crois que c'est tout à fait juste, mais on ne peut arriver à cette conclusion en se fiant aux taux d'intérêt. Voici comment on saura que la situation se rétablira : dès que la Banque du Canada fixera à nouveau le taux de croissance de la masse monétaire à un niveau approprié — soit aux alentours de 6 % —, elle pourra cesser de miser sur le resserrement. En maintenant la croissance de la masse monétaire à ce niveau, il sera raisonnable de croire que, en moins d'un an ou deux, l'inflation renouera avec la cible de 2 %.

That's the way to do it but not to sort of get too stressed about the particular level of interest rates because, as I said earlier, there is no clear relationship between any particular level of interest rates and either the inflation rate or the growth rate of the economy. Interest rates are a symptom, not a cause.

Senator Gignac: Thank you for the clarification.

The Chair: Thank you for that. I can't resist asking here, before we wrap up for the day, just because I know you have an expertise in terms of what goes on at the Bank of England and all the crazy political changes that have gone on there. What's your assessment of the state of play in the U.K.?

Mr. Greenwood: Well, fiscal policy is being brought back on track in a very conventional sort of way, which is fine. Monetary policy, I think, is where the problems are. Like the Fed, the Bank of England has embarked on a policy of QT which is quite aggressive. In the current 12-month period, they plan to reduce the size of the balance sheet by £80 billion.

Now, if the banks don't lend money to counteract that — that is, if bank lending growth is less than £80 billion — then we could also see money growth in the U.K. slump in the way that it has done in the U.S., and that would be highly undesirable.

A quick assessment is that fiscal policy is broadly back on track, although it will take several years to get to the objectives that the government has set out, but there are still a lot of questions in my mind about the conduct of monetary policy.

The Chair: Thank you for indulging me on that particular point. Thank you, Mr. Greenwood. It is possible we will be back to you again because one of the things we will be looking at in the future is the mandate of the Bank of Canada and how these things are assessed, and you would be most helpful on that. But today thank you so much for your insights and comments. Very interesting.

Mr. Greenwood: Thank you very much.

The Chair: To Mr. Ambler, if you can still hear us, we apologize one more time for our inability to solve the technical problems in order to have your words translated. We will reach out to you separately and outside this process and perhaps arrange for another time for you to return, but our thanks to you for today.

Mr. Ambler: No problem. I am happy to come back any time.

Il faut miser sur cette approche et ne pas trop s'en faire avec le niveau des taux d'intérêt parce que, comme je l'ai dit plus tôt, il n'existe aucun lien évident entre des taux d'intérêt précis et le taux d'inflation ou le taux de croissance de l'économie. Les taux d'intérêt représentent un symptôme et non pas une cause.

Le sénateur Gignac : Je vous remercie de la précision.

La présidente : Je vous remercie. Avant de conclure la réunion, je ne peux m'empêcher de vous poser une question, puisque je connais votre expertise à l'égard de la Banque d'Angleterre et de tous les soubresauts politiques qui surviennent au Royaume-Uni. Comment évalueriez-vous la situation au Royaume-Uni?

M. Greenwood : En bien, on remet la politique budgétaire sur les rails par des moyens très conventionnels, ce qui est approprié. Je crois que c'est la politique monétaire qui pose problème. À l'instar de la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre a adopté une politique de resserrement quantitatif très intense. Au cours de la période actuelle de 12 mois, la Banque d'Angleterre prévoit de réduire le bilan financier de 80 milliards de livres.

Il faut savoir que, si les banques n'octroient pas de prêts pour contrebalancer la mesure — en d'autres mots, si la croissance des prêts bancaires est inférieure à 80 milliards de livres —, la croissance de la masse monétaire au Royaume-Uni pourrait s'effondrer comme on l'a vu aux États-Unis. Ce scénario est très peu souhaitable.

Je répondrais brièvement que la politique budgétaire a généralement été remise sur les rails, bien qu'il faudra compter quelques années avant de réaliser les objectifs qu'a fixés le gouvernement. En outre, j'ai encore beaucoup de doutes dans mon esprit quant aux décisions entourant la politique monétaire.

La présidente : Je vous remercie de m'avoir permis de vous poser cette question. Merci, monsieur Greenwood. Il se peut que nous fassions à nouveau appel à vous parce que nous nous pencherons entre autres sur le mandat de la Banque du Canada et sur la façon d'évaluer les éléments s'y rattachant. Votre aide serait des plus utiles dans ce dossier. Pour l'instant, je vous remercie de vos réflexions et vos commentaires d'aujourd'hui. Fort intéressant.

M. Greenwood : Merci beaucoup.

La présidente : Monsieur Ambler, si vous nous entendez toujours, j'aimerais vous présenter nos excuses. Nous n'avons pas été en mesure de régler les pépins techniques qui ont empêché la traduction de vos propos. Nous allons communiquer avec vous séparément et après la réunion; nous pourrions peut-être convenir d'un autre moment pour vous réinviter. Nous vous remercions néanmoins de votre participation aujourd'hui.

M. Ambler : Ce n'est pas grave. C'est avec plaisir que je reviendrai à n'importe quel moment.

The Chair: That's great. There you are. You can hear us. Thank you very much.

With that, the committee is brought to a close. We will see you next week, on Thursday. Thank you.

(The committee adjourned.)

La présidente : Merveilleux. Vous voilà. Vous pouvez nous entendre. Merci beaucoup.

Sur ce, le comité s'apprête à lever la séance. Nous nous reverrons jeudi de la semaine prochaine. Merci.

(La séance est levée.)
