

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, April 20, 2023

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 11:30 a.m. [ET] to study matters relating to banking and commerce generally.

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

[*English*]

The Chair: Hello to everyone. Welcome. My name is Pamela Wallin and I'm chair of this committee.

Let me introduce the other members of the committee: Senator Bellemare, Senator Gignac, Senator Loffreda, Senator Marshall, Senator Massicotte, Senator Marwah, Senator Ringuette, Senator Simons, Senator Smith and Senator Yussuff.

Today, we have the pleasure of welcoming Mr. Tiff Macklem, Governor of the Bank of Canada, along with Senior Deputy Governor Carolyn Rogers. We welcome you back again. It's always a pleasure. We know we can count on you at this time of year to update us on the *Monetary Policy Report* for April 2023. We'll begin, followed by questions. Governor Macklem, the floor is yours.

Tiff Macklem, Governor, Bank of Canada: Thank you, chair, and good morning to the committee. Senior Deputy Governor Rogers and I are very pleased to be here to discuss our recent policy announcement and our *Monetary Policy Report*, which we issued last week.

Last week, we maintained the policy rate at 4.5% as we continue to assess whether monetary policy is restrictive enough to bring inflation back to the 2% target. Since the last time we were all here, we've seen steady improvement in inflation and modest economic growth.

Inflation is coming down quickly — the data this week shows it fell to 4.3% in March — and we forecast inflation will be around 3% this summer. We're encouraged by that, but we're also seized with the importance of staying the course and restoring price stability for Canadians.

Several things have to happen to get inflation all the way back to the 2% target. Inflation expectations need to come down further. Service price inflation and wage growth need to moderate, and corporate pricing behaviour has to normalize. We're focused on these indicators and the evolution of core

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 20 avril 2023

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

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

[*Traduction*]

La présidente : Bonjour à tous. Soyez les bienvenus. Je m'appelle Pamela Wallin et je suis la présidente du comité.

Permettez-moi de vous présenter les autres membres du comité : la sénatrice Bellemare, le sénateur Gignac, le sénateur Loffreda, la sénatrice Marshall, le sénateur Marwah, la sénatrice Ringuette, la sénatrice Simons, le sénateur Smith et le sénateur Yussuff.

Aujourd'hui, nous avons le plaisir d'accueillir M. Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, et la première sous-gouverneure, Carolyn Rogers. Bienvenue à nouveau. C'est toujours un plaisir de vous recevoir. Nous savons que nous pouvons compter sur vous à ce temps-ci de l'année pour faire le point sur le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2023. Nous allons commencer par votre déclaration liminaire, et ensuite, nous allons passer aux questions. Monsieur le gouverneur, la parole est à vous.

Tiff Macklem, gouverneur, Banque du Canada : Bonjour, madame la présidente, et bonjour aux membres du comité. La première sous-gouverneure et moi-même sommes ravis d'être ici pour parler de notre récente annonce concernant le taux directeur et de notre *Rapport sur la politique monétaire*, que nous avons publié la semaine dernière.

La semaine dernière, nous avons annoncé que nous maintenons le taux directeur à 4,5 %, et nous continuons à évaluer si la politique monétaire est assez restrictive pour permettre le retour de l'inflation à la cible de 2 %. Depuis mon dernier témoignage devant vous, nous avons observé un recul constant de l'inflation et une croissance modeste de l'économie.

L'inflation baisse rapidement — les données de cette semaine montrent qu'elle est passée à 4,3 % en mars — et nous prévoyons qu'elle se situera autour de 3 % cet été. C'est encourageant, mais cela fait ressortir pour nous l'importance de garder le cap et de restaurer la stabilité des prix pour les Canadiennes et les Canadiens.

Plusieurs choses doivent encore se produire pour que nous atteignons la cible d'inflation de 2 %. Il faut que les attentes d'inflation continuent de diminuer, que l'inflation des services et la croissance des salaires se modèrent, et que les pratiques de fixation des prix des entreprises se normalisent. Nous portons

inflation to ensure that CPI — Consumer Price Index — inflation continues to progress towards the target. If monetary policy is not restrictive enough to get us all the way back to the 2% target, we are prepared to raise the policy rate further to get there.

Before I take your questions, let me give you some economic and financial context for our decisions.

[*Translation*]

The Canadian economy remains in excess demand. Gross domestic product (GDP) growth in the first quarter of the year appears stronger than we projected in January, and the labour market is still tight. The unemployment rate, at 5%, remains near its record low, and wages continue to grow in the 4% to 5% range. Employment growth has been surprisingly strong, reflecting continued demand and increases in labour supply.

[*English*]

Past policy rate increases are working their way through the economy and restraining demand. Households are slowing their spending, particularly on big-ticket items. As mortgages are renewed at higher rates, more households are feeling the restraining effects of monetary policy. Taking these forces into consideration, we expect Canadian GDP growth to be weak for the rest of this year before beginning to pick up gradually through 2024 and 2025.

What does all this mean for inflation? We've come a long way from 8.1% inflation last summer. As I mentioned, annual CPI inflation was down to 4.3% in March, and this was led by falling goods price inflation, and we see further declines ahead. That is good news.

But we are conscious that many Canadians are still struggling to manage with the rising cost of living, and the prices of many things that Canadians need to buy are still rising too quickly. Food price inflation is just under 10%. We expect food price inflation to come down in the months ahead, but service price inflation will likely take longer.

Continued strong demand and the tightness in the labour market are putting upward pressure on many service prices, and those are expected to decline only gradually. We expect it will take to the end of 2024 to get inflation all the way back to the 2% target.

une attention particulière à ces indicateurs, et à l'évolution de l'inflation fondamentale, pour veiller à ce que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation, l'IPC, continue de progresser vers la cible. Si la politique monétaire n'est pas assez restrictive pour permettre un retour complet à la cible de 2 %, nous sommes prêts à relever de nouveau le taux directeur pour y parvenir.

Avant de répondre à vos questions, je vais faire un survol du contexte économique et financier qui explique notre décision.

[*Français*]

Au Canada, la demande est encore excédentaire. La croissance du produit intérieur brut (PIB) au premier trimestre de l'année semble supérieure à nos projections de janvier. Le marché du travail reste tendu. À 5 %, le taux de chômage demeure près de son creux historique, et les salaires continuent de croître dans une fourchette de 4 % à 5 %. La croissance de l'emploi a été plus forte que prévu. Cela reflète le maintien de la demande et les augmentations de l'offre de main-d'œuvre.

[*Traduction*]

L'incidence des hausses passées du taux directeur se propage dans l'économie et freine la demande. Les dépenses des ménages ralentissent, surtout les gros achats. Les renouvellements des prêts hypothécaires à des taux supérieurs se poursuivent, et les ménages seront donc plus nombreux à ressentir les effets modérateurs de la politique monétaire. Compte tenu de ces forces, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB canadien soit faible pour le reste de l'année avant de commencer à remonter graduellement en 2024 et tout au long de 2025.

Qu'est-ce que tout cela signifie pour l'inflation? Nous avons parcouru beaucoup de chemin depuis l'été passé, alors que le taux d'inflation atteignait 8,1 %. Comme je l'ai mentionné, l'inflation annuelle mesurée par l'IPC est descendue à 4,3 % en mars, à cause surtout de la diminution de l'inflation des biens, et nous nous attendons à d'autres baisses. C'est une bonne nouvelle.

Toutefois, beaucoup de gens ont encore du mal à joindre les deux bouts en raison de la hausse du coût de la vie, et les prix de nombreux essentiels grimpent encore trop vite. L'inflation des aliments est juste au-dessous de 10 %. Nous nous attendons à ce qu'elle baisse dans les mois à venir, mais ce sera plus long pour l'inflation des services.

La demande de services reste forte et le marché du travail demeure tendu, ce qui exerce des pressions à la hausse sur les prix de nombreux services, lesquels ne devraient diminuer que graduellement. Nous nous attendons à ce que l'inflation ne revienne à la cible de 2 % qu'à la fin de 2024.

When the governing council met last week, we discussed whether we've raised interest rates enough, and we considered the likelihood that the policy rate may need to remain restrictive for longer to return inflation to the 2% target.

[*Translation*]

Governing council also discussed the risks around our projection. The biggest upside risk is one I just mentioned — that services price inflation could be stickier than projected. The key downside risk is a global recession. If global banking stress re-emerges, we could be facing a more severe global slowdown and much lower commodity prices.

Overall, we view the risks around our inflation forecast to be roughly balanced, but with inflation still well above our target, we continue to be more concerned about the upside risks.

[*English*]

Let me conclude: Our job at the Bank of Canada is to get inflation all the way back to the 2% target. We're encouraged by the progress so far. Seeing inflation get down to around 3% this summer will be a welcome relief for Canadians. But we want to assure Canadians that we know our job is not done until we restore price stability. Price stability is important because it restores the competitive forces in the economy and it allows Canadians to plan and invest with confidence that their money will hold its value. That's the destination. We're on our way, and we will stay the course.

With that, Madam Chair, I would be pleased to take the committee's questions.

The Chair: Thank you very much. I'm wondering as we begin here if you could give us a little bit of context for some of the mixed signals we're seeing out there. There are lots of good news stories that, in the end, might not be good news: a hot job market putting upward pressure on wages and prices; a hot U.S. economy, which keeps upward pressure on inflation and all the things we import here and billions in Canadian government spending, which, again, creates upward pressure on inflation and interest rates. We have some economists saying that these things, which might, in the short term, look like some good signals, could lead, with all of the conflicting pressures, to a recession in the fourth quarter. Do you have any such fears?

Lors de la réunion du Conseil de direction la semaine passée, nous nous sommes demandé si les hausses de taux effectuées étaient suffisantes. Nous avons aussi évoqué la possibilité que la politique monétaire doive rester restrictive pendant plus longtemps pour que l'inflation revienne à la cible de 2 %.

[*Français*]

Le conseil de direction a aussi discuté des risques entourant la projection de la Banque du Canada. Le plus important risque à la hausse est que l'inflation des services soit plus tenace que prévu. Le principal risque à la baisse est celui d'une récession à l'échelle globale. Si des tensions refont surface dans le secteur bancaire mondial, on pourrait observer un ralentissement mondial plus marqué et une baisse importante des prix des produits de base.

Dans l'ensemble, les risques entourant notre prévision par rapport à l'inflation sont relativement équilibrés. Cependant, puisque l'inflation est encore bien au-dessus de notre cible, nous sommes toujours préoccupés par les risques à la hausse.

[*Traduction*]

Permettez-moi de conclure. Notre travail, à la Banque du Canada, consiste à ramener l'inflation à la cible de 2 %. Jusqu'à présent, les progrès sont encourageants. Et une inflation de 3 % cet été sera accueillie avec soulagement. Mais laissez-moi assurer ceci aux Canadiennes et aux Canadiens : nous savons que notre travail ne sera pas accompli tant que nous n'aurons pas restauré la stabilité des prix. La stabilité des prix est importante, car elle rétablit les forces de la concurrence dans l'économie et permet de planifier et d'investir en sachant que l'argent va conserver sa valeur. C'est notre destination : nous sommes sur la bonne voie et nous allons garder le cap.

Sur ce, madame la présidente, je serai heureux de répondre aux questions des membres du comité.

La présidente : Je vous remercie beaucoup. Je me demande si vous pouvez, en premier lieu, nous fournir un peu de contexte en ce qui a trait aux signaux contradictoires que nous recevons. Beaucoup de bonnes nouvelles peuvent se révéler, en fin de compte, ne pas être de bonnes nouvelles : un marché du travail florissant exerce des pressions à la hausse sur les salaires et les prix; une économie en effervescence aux États-Unis maintient une pression à la hausse sur l'inflation et sur les prix des biens que nous importons; et les milliards de dollars de dépenses effectuées par le gouvernement canadien exercent encore une fois des pressions à la hausse sur l'inflation et les taux d'intérêt. Certains économistes affirment que ces éléments qui, à court terme, semblent être des signaux encourageants pourraient mener, en raison de toutes ces pressions, à une récession au quatrième trimestre. Avez-vous une telle crainte?

Mr. Macklem: It's our job to worry, so, yes, we're always worried. But we're seeing inflation coming down. It's coming down quickly and the economy is growing. Its modest, weak growth, but it's at least positive growth.

If you look at our forecast, growth is probably going to be a little stronger than we expected in the first quarter, although the first quarter is over, but as it comes in, the data looks like it will come in stronger than we expected. But for the rest of the year, we do expect growth to be pretty weak at 1% or less. It's small positives.

And just referring to some of those indicators you mentioned, the reality is we actually need a period of weak growth to let supply catch up to demand, take the steam out of our overheated economy and relieve those price pressures. That's what is going to get inflation back to the target.

Our forecast is small, positive growth, and if you're forecasting small positives, you can't rule out there might be some small negatives. But I certainly think our base case is not a severe contraction. It's not what people think of when they say the word "recession." We're not talking about large increases in unemployment like we've seen in past recessions.

There are risks around that outlook, and the biggest risk we highlighted is there could be a global recession, and we are very integrated with the global economy. If there is a global recession, it will spill into Canada, but that is not the base case. The base case is for pretty positive but weak growth this year, with growth picking up gradually next year and more into 2025.

The Chair: What is your biggest concern? Oil prices? What would push it from slightly positive to slightly negative?

Mr. Macklem: Well, there are a lot of things that could happen in the global economy. I'm just back from the IMF, or International Monetary Fund, meetings last week. The issue that is getting a lot of discussion recently is the stress we've seen in banks. As you're well aware, three banks in the U.S. failed and have been taken over by the Federal Deposit Insurance Corporation. A very large bank in Europe, Credit Suisse, what we call a globally systemic bank, came under severe stress, and there was a takeover by the other big Swiss bank UBS.

M. Macklem : C'est notre travail de nous inquiéter, et je peux vous dire que, oui, nous sommes toujours inquiets. Toutefois, nous voyons l'inflation diminuer. Elle diminue rapidement, et nous observons une croissance économique. C'est une faible croissance, mais au moins c'est une croissance positive.

Selon nos prévisions, la croissance sera probablement un peu plus forte que prévu au premier trimestre. Le premier trimestre est terminé, mais les données que nous recevons indiquent que la croissance sera plus forte que prévu. Cependant, nous nous attendons à une croissance assez faible, à savoir 1 % ou moins, durant le reste de l'année. Ce sont là des petits points positifs.

Pour revenir à certains des indicateurs que vous avez mentionnés, je peux vous dire qu'en réalité nous avons besoin d'une période de faible croissance pour permettre à l'offre de rejoindre la demande, réduire la surchauffe de l'économie et atténuer les pressions sur les prix. C'est ce qui permettra le retour de l'inflation à la cible.

Nous prévoyons une croissance faible et positive, et compte tenu de cette prévision, nous ne pouvons pas exclure une éventuelle croissance légèrement négative. Je suis toutefois convaincu que nous n'observerons pas une contraction importante. Ce n'est pas ce à quoi pensent les économistes lorsqu'ils parlent de récession. Il n'est pas question d'une hausse marquée du taux de chômage comme cela a été le cas au cours de récessions antérieures.

Il y a des risques reliés à ces prévisions, et une récession mondiale est le principal risque que nous avons souligné. Comme notre économie est très intégrée à l'économie mondiale, si une récession mondiale survient, elle touchera le Canada, mais ce n'est pas le scénario que nous prévoyons. Nous anticipons une croissance assez faible, mais positive, et nous prévoyons que la croissance va s'accroître graduellement au cours de l'année prochaine et encore davantage en 2025.

La présidente : Quelle est votre principale préoccupation? Est-ce le prix du pétrole? Qu'est-ce qui ferait en sorte qu'une croissance légèrement positive devienne légèrement négative?

M. Macklem : Eh bien, de nombreuses choses pourraient se produire au sein de l'économie mondiale. Je reviens tout juste d'assister à des rencontres au FMI, le Fonds monétaire international, qui ont eu lieu la semaine dernière. Ce qui alimente beaucoup les discussions récemment, ce sont les difficultés que vivent certaines banques. Comme vous le savez très bien, trois banques aux États-Unis ont fait faillite et elles ont été reprises par la Federal Deposit Insurance Corporation. Une très grande banque en Europe, Credit Suisse, qui est une banque d'importance systémique mondiale, a éprouvé de très grandes difficultés, et elle a été reprise par l'autre grande banque suisse, UBS.

The good news there is that authorities reacted swiftly, forcefully and against a background of a system where, for the last dozen or so years, there has been a series of reforms to improve capital, reduce leverage and enhance liquidity buffers. The global system is more resilient and, combined with those forceful actions, the system has stabilized.

It is a reminder that there are vulnerabilities in the financial system. We can't rule out that there will be future events, and I think it does put a premium on sound risk management and careful supervision.

I'll just stress that, from the Bank of Canada's point of view, one of the reasons you have a central bank is that if you have a severe liquidity emergency, the Bank of Canada stands ready to provide liquidity against good collateral, if needed.

The Chair: Thank you very much for that overview.

[Translation]

Senator Bellemare: Thank you for being with us, Mr. Macklem and Ms. Rogers.

I will start with the good news. From what we've learned about monetary policy, it seems that what you told us a few months ago about inflation being transitory is proving to be correct. It may be true that inflation is transitory and that the situation is being resolved. The less good news, in my opinion, is your emphasis on wage increases in setting your interest rate.

I'm wondering why and to what extent you're going to rely on wage increases to set interest rates, when the indicators you use to decide your monetary policy, as we see in the brief, are not necessarily appropriate. You talk about wage increases of 4% to 5%. The Labour Force Survey, which is the indicator you have chosen to use, is mostly about employment. Yet you are using an indicator that is not weighted by changes in employment. The best indicator — which comes to us from the Survey of Employment, Payrolls, and Hours — if you weight it by changes in employment, gives us an almost 2% increase, according to the latest numbers.

So I am wondering why you are using this indicator. Also, when you look at the consumer price index, you see that mortgage costs have increased by 26.4%. If you continue to raise interest rates, you will fuel inflation.

Mr. Macklem: I would not use the word "transitory." On the subject of wages, you are right. There are many ways to measure wages. In chart 13 of our *Monetary Policy Report*, you can see several of these measures.

La bonne nouvelle, c'est que les autorités ont réagi rapidement et énergiquement dans un système où, au cours des 12 dernières années environ, une série de réformes ont été mises en place pour améliorer le capital bancaire, réduire l'effet de levier financier et accroître les réserves de liquidités. Le système mondial est plus résilient, et cette intervention vigoureuse a permis de le stabiliser.

Cette situation met en évidence les faiblesses du système financier. Il est probable que d'autres événements se produisent, et je pense qu'il faut attacher une grande importance à une saine gestion des risques et à une supervision attentive.

Je tiens à souligner que, du point de vue de la Banque du Canada, l'une des raisons d'être d'une banque centrale est de fournir des liquidités contre des garanties de bonne qualité advenant une grave crise de liquidités, si c'est nécessaire.

La présidente : Je vous remercie beaucoup pour ce résumé.

[Français]

La sénatrice Bellemare : Merci d'être avec nous, monsieur Macklem et madame Rogers.

Je vais commencer avec la bonne nouvelle. D'après ce que l'on a appris sur la politique monétaire, il semble que ce que vous nous avez dit, il y a quelques mois, sur le fait que l'inflation était transitoire s'avère exact. Il est peut-être vrai que l'inflation est transitoire et que la situation est en train de se résorber. La moins bonne nouvelle, à mon avis, c'est l'importance que vous accordez aux hausses salariales pour fixer votre taux d'intérêt.

Je me demande pourquoi et jusqu'à quel point vous allez vous fier aux augmentations salariales pour fixer les taux d'intérêt, alors que les indicateurs que vous utilisez pour décider de votre politique monétaire, comme on le voit dans le document, ne sont pas nécessairement appropriés. Vous parlez d'augmentations salariales de 4 % à 5 %. L'Enquête sur la population active, qui est l'indicateur que vous avez choisi d'utiliser, a surtout trait à l'emploi. Or, vous utilisez un indicateur qui n'est pas pondéré par les changements dans l'emploi. Le meilleur indicateur — qui nous vient de l'Enquête sur les emplois, la rémunération et les heures de travail —, si on fait la pondération en tenant compte des changements dans l'emploi, nous donne près de 2 % d'augmentation, selon les derniers chiffres.

Je me demande donc pourquoi vous utilisez cet indicateur. Par ailleurs, lorsqu'on regarde l'indice des prix à la consommation, on voit que les frais hypothécaires ont augmenté de 26,4 %. Si vous continuez d'augmenter les taux d'intérêt, vous allez alimenter l'inflation.

M. Macklem : Je n'utiliserais pas le mot « transitoire ». Au sujet des salaires, vous avez raison. Il y a plusieurs façons de mesurer les salaires. Au graphique 13 de notre *Rapport sur la politique monétaire*, on peut voir plusieurs de ces mesures.

You are right to say that business investment has fallen below the level of other indicators recently. It depends on which survey you use.

There is always room for improvement, but we try to create wage measures with fixed weights to avoid problems with structural shifts between high-wage and low-wage jobs. We try to control for that. When we do, most of the measures suggest that the rate of wage growth is between 4% and 5%. Yes, there are a few below that level and we look at all of them.

This wage growth rate is not consistent with our 2% target unless there is a large increase in the growth rate and productivity. Yet, so far, productivity remains weak; it is even declining.

[English]

Senator Bellemare: How are we going to be able to make a transition in the economy if it's not possible for workers to move into higher-wage sectors, which will increase your indicator?

Mr. Macklem: Just to be clear, we want an economy where wages are going up and productivity is going up. Productivity growth pays for wage increases. When people move to a job that fits their skills better and where they're more productive, they're earning that higher wage with higher productivity. That's fine. That's the economy working.

Where we get concerned is when wages are running well ahead of productivity growth. Wage growth right now, at 4% to 5%, is running well ahead of aggregate productivity growth. That doesn't mean some individuals are moving between jobs. That's the economy finding a better allocation of labour. That's the economy becoming more productive. That's what we want to see.

Senator Bellemare: Productivity is very low.

The Chair: Everyone wants to participate in this discussion, so I'll just ask that the preambles to questions be more limited. With time, we'll come back for another round.

Senator Smith: Governor, the C.D. Howe Institute estimates the Bank of Canada will incur losses over the next few years, totalling anywhere from \$3.6 billion to \$9 billion, depending on what happens with interest rates. In the third quarter of 2022, the

Vous avez raison de dire que l'investissement des entreprises a diminué récemment sous le niveau des autres indicateurs. Tout dépend du sondage que vous utilisez.

Il est toujours possible de faire mieux, mais on essaie de créer des mesures de salaires avec des pondérations fixes pour éviter les problèmes liés aux changements de structure entre les emplois à salaire élevé et les emplois à revenu faible. Nous essayons de contrôler cela. Lorsqu'on le fait, la plupart des mesures suggèrent que le taux de croissance des salaires se situe entre 4 % et 5 %. Oui, on en retrouve quelques-uns sous ce niveau et nous les examinons tous.

Ce taux de croissance des salaires n'est pas cohérent avec notre cible de 2 %, à moins d'une forte augmentation du taux de croissance et de la productivité. Or, jusqu'ici, la productivité reste faible; elle est même à la baisse.

[Traduction]

La sénatrice Bellemare : Comment allons-nous pouvoir effectuer une transition au sein de l'économie s'il n'est pas possible pour les travailleurs de passer aux secteurs où les emplois sont mieux rémunérés, ce qui contribuera à augmenter les indicateurs.

M. Macklem : Je tiens à préciser que nous voulons une économie où les salaires et la productivité augmentent. La croissance de la productivité permet d'offrir de meilleurs salaires. Lorsque les gens obtiennent un emploi qui correspond davantage à leurs compétences et qui leur permet d'être plus productifs, ils sont mieux rémunérés grâce à une meilleure productivité. C'est une bonne chose. Cela indique que l'économie fonctionne bien.

Nous devenons préoccupés lorsque les salaires augmentent beaucoup plus que la productivité. La hausse des salaires actuellement, qui s'établit entre 4 et 5 %, dépasse largement la croissance de la productivité globale. Cela ne signifie pas que certaines personnes ne peuvent pas changer d'emploi. C'est ce qui permet une meilleure répartition de la main-d'œuvre au sein de l'économie et une augmentation de la productivité. C'est ce que nous voulons voir.

La sénatrice Bellemare : La productivité est très faible actuellement.

La présidente : Comme tout le monde souhaite participer à la discussion, je vous demanderais de restreindre l'entrée en matière précédant vos questions. Nous allons revenir à vous lors d'un prochain tour.

Le sénateur Smith : Monsieur le gouverneur, l'Institut C.D. Howe estime que la Banque du Canada enregistrera des pertes au cours des prochaines années qui se situeront entre 3,6 milliards de dollars et 9 milliards de dollars, selon la situation concernant

bank lost over half a billion dollars for the first time in its 87-year history.

Regarding the real risk in the long term, did the bank consider the positives and negatives at the time that these transactions took place? Do you have projections? How is this going to work out over the next few years? I would hope so, but I will ask: Do you have projections in how you will make out over the next few years as rates could remain higher than anticipated?

Mr. Macklem: I thought the C.D. Howe study laid it out reasonably well. It was reasonably balanced.

If Ms. Rogers wants to lead off with a few points, I might add a few.

Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor, Bank of Canada: The most important point we make, Senator Smith, is we don't operate monetary policy for profit. The issues that we're dealing with — our balance sheet — are completely separate from our monetary policy. But as you point out, there are some losses.

In the recent budget, the government announced that they're going to let the bank retain our earnings until such time as we're back to zero. We think the losses that C.D. Howe put in their study are reasonable. It really depends on the path of interest rates. We don't tend to forecast our losses in case it gets interpreted as a forecast of interest rates, but I think the way C.D. Howe laid them out is reasonable.

If you use the current market path for interest rates, we would expect we're back to zero and, therefore, back to remitting our profit to the government somewhere around Q3 2028 or the first part of 2029. We will fairly quickly make up that loss and get back to a point where we're at a steady state, which is typically remitting about a billion dollars a year to government.

Senator Smith: What are the lessons learned as you review with people you are working with inside your operation?

Ms. Rogers: I would say two things. One is that we have said publicly that we do intend to conduct a broad lessons-learned exercise on the entirety of our response to the pandemic. That is something that we intend to do. Given the path of inflation right now, we're feeling like it's probably something we'll get started later this year. We will look at it holistically.

les taux d'intérêt. Au troisième trimestre de 2022, la banque a perdu plus d'un demi-milliard de dollars pour la première fois en 87 ans d'histoire.

En ce qui concerne le véritable risque à long terme, est-ce que la banque a pris en compte les éléments positifs et négatifs au moment où ces transactions ont eu lieu? Avez-vous des prévisions? Que se passera-t-il au cours des prochaines années? Avez-vous des prévisions pour les prochaines années si les taux demeurent plus élevés que prévu? J'ose espérer que vous avez fait de telles prévisions, mais je vous pose la question.

M. Macklem : J'ai trouvé que l'estimation établie par l'Institut C.D. Howe était assez raisonnable et qu'il s'agissait d'une étude relativement objective.

Je vais laisser Mme Rogers dire quelques mots, et j'interviendrai peut-être ensuite.

Carolyn Rogers, première sous-gouverneure, Banque du Canada : Le principal point que nous faisons valoir, sénateur Smith, c'est que nous ne mettons pas en œuvre la politique monétaire à des fins de profits. Les problèmes avec lesquels nous composons — qui concernent notre situation financière — n'ont absolument rien à voir avec notre politique monétaire, mais comme vous l'avez souligné, nous enregistrons des pertes.

Dans le dernier budget, le gouvernement a annoncé qu'il permettrait à la banque de conserver ses recettes jusqu'à ce qu'elle revienne à zéro. Nous sommes d'avis que les pertes estimées dans l'étude menée par l'Institut C.D. Howe sont raisonnables. Tout dépend vraiment de la trajectoire des taux d'intérêt. Nous n'avons pas tendance à établir des prévisions concernant nos pertes, car elles pourraient être interprétées comme des prévisions relatives aux taux d'intérêt, mais j'estime que les pertes présentées par l'Institut C.D. Howe sont raisonnables.

Si l'on se fie à la trajectoire actuelle des taux d'intérêt, nous nous attendons à revenir à zéro et, par conséquent, nous devrions recommencer à remettre nos profits au gouvernement aux alentours du troisième trimestre de 2028 ou durant la première partie de 2029. Nous allons récupérer ces pertes assez rapidement et revenir à la situation habituelle, à savoir remettre environ un milliard de dollars par année au gouvernement.

Le sénateur Smith : Quelles leçons tirez-vous lorsque vous procédez à l'interne à un examen de ce qui s'est passé?

Mme Rogers : Je dirais deux choses. Premièrement, nous avons annoncé publiquement notre intention d'effectuer un vaste exercice sur les leçons à retenir de notre réponse à la pandémie. C'est ce que nous avons l'intention de faire. Compte tenu de la trajectoire de l'inflation en ce moment, nous pensons procéder à cet exercice plus tard cette année. Nous allons effectuer un examen global.

But, again, when we talk about the impact to our balance sheet and the overall response to the pandemic, it's important to us that we separate them because we don't and we won't make decisions about the right thing for monetary policy based on how it would affect our balance sheet. The fact that we have a solution in place on how to restore the losses is a good first step.

Mr. Macklem: To add to that, you have to evaluate these policies not on the profit and loss at the Bank of Canada but on the benefits to the Canadian economy. It is hard to be precise. We took a whole series of policy actions to get us through this pandemic, but the reality is that combination of policies was very helpful. Yes, we had the deepest recession ever because of the pandemic, but we also had the fastest recovery ever. That saved the Canadian economy billions and billions of dollars.

Senator Smith: Is there one thing that stands out in your mind that you would possibly do differently in the case of the next pandemic?

Mr. Macklem: We will be reflecting; we've actually already started. You've seen a number of steps. Last July, in our *Monetary Policy Report*, we published an accounting of our inflation forecast errors and why we were surprised that inflation went up so quickly. More recently, Toni Gravelle, one of the deputy governors, gave a speech, and then we put out a paper that looked at what we learned. We actually set up 11 different facilities through the pandemic. Most of those were not really aimed as monetary policy tools but to restore market functioning, which was completely frozen.

We've done an assessment of the effectiveness of what we learned from those tools. We learned there that problems can come in different places and you want to get the money to the right place. If you can't get it to the right place, you have to do a lot more because it's more indirect. If you can be more targeted, the quantum can be more effective and you don't have to do as much. Since then, we have worked to develop more targeted facilities.

The other thing you worry about is moral hazard. You don't want the private sector to come to the view that the central bank is the liquidity provider of first resort. We are very much the liquidity provider of last resort. The private sector has a responsibility to manage their liquidity so that, unless there's a complete freeze-up, we don't need to come in. You want to design the programs to minimize those kinds of moral-hazard problems.

Encore une fois, lorsqu'il est question des répercussions sur notre situation financière et de l'ensemble de la réponse à la pandémie, il est important pour nous de séparer ces deux éléments, car nos décisions quant aux bonnes mesures à prendre sur le plan de la politique monétaire ne sont pas et ne seront pas fondées sur les répercussions sur notre situation financière. Le fait que nous ayons une solution pour récupérer les pertes constitue un premier pas dans la bonne direction.

M. Macklem : J'ajouterais qu'il faut évaluer les politiques non pas en fonction des profits et des pertes de la Banque du Canada, mais plutôt en fonction des bienfaits pour l'économie canadienne. Il est difficile d'être précis. Nous avons adopté diverses mesures pour passer au travers de la pandémie, mais ce qui s'est révélé très utile, c'est la combinaison de ces mesures. Il est vrai que nous avons vécu la plus grave récession en raison de la pandémie, mais nous avons aussi vécu la reprise économique la plus rapide. Cela a permis à l'économie canadienne d'économiser des milliards de dollars.

Le sénateur Smith : Y a-t-il une chose que vous feriez sans doute différemment advenant une autre pandémie?

M. Macklem : Il y aura une réflexion, qui a déjà commencé d'ailleurs. Vous avez déjà pu l'observer. En juillet dernier, dans notre *Rapport sur la politique monétaire*, nous avons fait état de nos erreurs en ce qui a trait à nos prévisions de l'inflation et nous avons expliqué pourquoi nous étions étonnés que l'inflation augmente aussi rapidement. Plus récemment, Toni Gravelle, un de nos sous-gouverneurs, a prononcé un discours, et nous avons ensuite publié un document présentant les leçons que nous avons apprises. Nous avons mis en place 11 mécanismes différents durant la pandémie. La plupart d'entre eux ne visaient pas vraiment la politique monétaire, mais plutôt la remise en fonction du marché, qui était complètement paralysé.

Nous avons évalué l'efficacité de ces mécanismes et les leçons que nous en avons tirées. Nous avons appris que les problèmes peuvent provenir de différentes sources et qu'il faut que l'argent se rende au bon endroit. Si ce n'est pas possible, il faut en faire bien plus, car la voie est moins directe. Lorsqu'on procède de manière plus ciblée, c'est plus efficace et il n'est pas nécessaire d'en faire autant. Depuis, nous nous sommes employés à élaborer des mécanismes plus ciblés.

Il faut aussi se préoccuper du risque moral. Il faut éviter que le secteur privé vienne à penser que la banque centrale est le premier fournisseur de liquidités. Nous sommes plutôt le fournisseur de liquidités de dernier recours. Le secteur privé a la responsabilité de gérer ses liquidités de manière à éviter que nous devions intervenir, à moins que tout soit paralysé. Il faut concevoir les programmes de façon à minimiser ce genre de risque moral.

The other part is looking at the monetary policy side — the use of forward guidance, the use of quantitative easing — and that is still to come, but, as I said, we certainly need to discuss how we calibrated it — the timing — but, overall, it was very effective.

Senator Loffreda: Thank you for being here once again. It's always a treat to have you here.

The Canadian dollar is the softest it's been in almost three years. We are a nation of traders, as we all know. The weaker Canadian dollar, especially with respect to the U.S. dollar, can be a concern. The great majority of imports are still from the U.S. Although services do play a large part in our economy, the weaker Canadian dollar means higher import prices and higher inflation. That may continue because the gap between key policy rates in Canada and the U.S. is widening as the Fed continues its hiking cycle while the Bank of Canada has announced a conditional pause.

As you know, we can easily absorb that in normal times, but with inflation already as high as it is, the concern is that a weaker Canadian dollar for a nation of trade such as Canada could worsen that burden by higher prices.

Can this influence the Bank of Canada in the future to follow the U.S. Fed and resume rate hikes? Do you see this being a major concern and a major issue, especially if our dollar weakens along with all other global currencies?

Mr. Macklem: You packed quite a few things in there. Let me just start by reminding everybody that we don't target the Canadian dollar. The Canadian dollar is set in the market. We target inflation.

We do take into account movements in the Canadian dollar as we set monetary policy. When you're thinking about the movement in the Canadian dollar, you also have to think about why it's moving.

In the context of the recent cycle, one thing that is different is that, normally, if you raise interest rates as forcefully and as rapidly as we did, you would get an appreciation of the Canadian dollar. In an open economy, that's an important way that monetary policy works: You raise interest rates, that creates capital inflow and the value of your dollar goes up. That diminishes export demand for Canadian exports, and higher interest rates constrain domestic demand. That slows the economy and gets inflation down.

Il faut aussi se pencher sur la politique monétaire — le recours au cadrage prospectif et à l'assouplissement quantitatif — et c'est ce que nous allons faire, mais comme je l'ai dit, il faut certes discuter du calibrage — du moment choisi —, mais, dans l'ensemble, notre politique monétaire s'est révélée très efficace.

Le sénateur Loffreda : Je vous remercie de comparaître devant nous encore une fois. C'est toujours un grand plaisir de vous accueillir.

Le dollar canadien est à son niveau le plus bas en près de trois ans. Le Canada est un pays de commerçants, comme nous le savons tous. La faiblesse du dollar canadien, particulièrement par rapport au dollar américain, peut être préoccupante. La grande majorité des importations proviennent des États-Unis. Même si les services occupent une grande place au sein de notre économie, la faiblesse du dollar canadien signifie que les prix des produits importés et l'inflation sont plus élevés. Cette situation risque de perdurer, car l'écart entre les taux directeurs du Canada et des États-Unis se creuse alors que la Réserve fédérale poursuit ses hausses et que la Banque du Canada a annoncé une pause conditionnelle.

Comme vous le savez, nous pouvons facilement composer avec la faiblesse du dollar en temps normal, mais comme l'inflation est élevée, nous craignons qu'un dollar faible n'alourdisse le fardeau d'une nation commerçante comme le Canada en raison de la hausse des prix.

Est-ce que cette crainte peut amener la Banque du Canada dans le futur à emboîter le pas à la Réserve fédérale américaine et à recommencer à relever son taux directeur? À vos yeux, s'agit-il d'une grande préoccupation ou d'un problème important, particulièrement si notre dollar perd de la valeur à l'instar de toutes les autres devises mondiales?

M. Macklem : Vous avez abordé un bon nombre de choses dans votre question. Je vais commencer par rappeler à tout le monde que nous ne ciblons pas le dollar canadien. La valeur du dollar canadien est fixée sur le marché. Nous ciblons l'inflation.

Nous tenons compte des fluctuations du dollar canadien lorsque nous établissons la politique monétaire. Lorsqu'on se penche sur les fluctuations du dollar, il faut aussi penser à ce qui fait fluctuer sa valeur.

Dans le contexte du récent cycle, ce qui est différent, c'est que, normalement, lorsqu'on hausse les taux d'intérêt vigoureusement et rapidement comme nous l'avons fait, la valeur du dollar canadien augmente. Dans une économie ouverte, c'est un aspect important du fonctionnement de la politique monétaire : on hausse les taux d'intérêt, ce qui crée un afflux de capitaux, et la valeur du dollar augmente. On obtient ainsi une diminution de la demande pour les exportations canadiennes, et les taux d'intérêt plus élevés limitent la demande intérieure. L'économie ralentit et l'inflation diminue.

This time, of course, that hasn't happened. The Canadian dollar has actually been reasonably stable, and down slightly, recently. That largely reflects the fact that the U.S. has also been raising interest rates very rapidly and so the U.S. dollar has been appreciating against almost every other currency.

For the most part, we've gone along for that ride. More recently, the U.S. has raised rates a little further than us, so we haven't got the last bit of the ride.

What does that mean for monetary policy? On the one hand, on the export side, we're still getting a reduction in the demand for Canadian exports because when the U.S. tightens, that's slowing their economy, which is slowing the demand for our exports. That channel is not coming through the exchange rate, but the U.S. is really doing that part for us. What we're not getting — which you mentioned — is that if the exchange rate were to appreciate, that would put downward pressure on import prices, so we're not getting that direct pass-through effect. So, on the margin, that does mean there's potentially more work for interest rates to do than if it were a more typical cycle.

The other part of your question is whether we are concerned that it could cause problems if the Fed raises interest rates more than us. That is not a major concern. We have an independent monetary policy. We have a flexible exchange rate. The flexible exchange rate is actually what allows us to run monetary policy that is geared for what Canada needs.

The market has reasonably built in a higher expectation for U.S. rates than ours, and that's already reflected in the value of the Canadian dollar that you have now. For sure, there will be some fluctuations in the Canadian dollar. That's one thing you can be sure of, but, by and large, the flexible exchange rate system works pretty well.

Senator Loffreda: So you don't see that being a factor in increasing inflation to the point where you won't have to react? Like you said, inflation is your main concern, right?

Mr. Macklem: Yes. It's something we'll have to take into account if the dollar were to depreciate considerably. There would be more inflationary pressure; our exports would be stronger. We would certainly have to consider that. We don't actually forecast the exchange rate in our forecasts. Our convention is to take whatever the current exchange rate is. In our forecast, we have a \$74 exchange rate. If it were a lot weaker than that, yes, that's something we'd have to factor in.

De toute évidence, ce n'est pas ce qui s'est produit cette fois-ci. La valeur du dollar canadien est demeurée raisonnablement stable, et elle a diminué un peu récemment, ce qui reflète largement le fait que les États-Unis ont eux aussi augmenté très rapidement les taux d'intérêt, et la valeur du dollar américain a donc augmenté par rapport à pratiquement toutes les autres devises.

Nous avons suivi la même trajectoire en grande partie. Plus récemment, les États-Unis ont augmenté un peu plus les taux d'intérêt que nous, et nous nous engageons maintenant depuis peu dans notre propre voie.

Qu'est-ce que cela signifie pour la politique monétaire? Du côté des exportations, nous observons encore une réduction de la demande pour les exportations canadiennes, car lorsque les États-Unis serrent la vis, cela ralentit leur économie, ce qui atténue la demande pour nos exportations. Cela ne passe pas par le taux de change, mais c'est vraiment attribuable aux États-Unis dans notre cas. Il y a toutefois une chose que nous n'obtenons pas, et vous l'avez mentionnée. Si le taux de change devait augmenter, une pression à la baisse serait exercée sur le prix des importations, ce qui signifie que nous n'aurions pas ces répercussions directes. Par conséquent, en marge, cela signifie qu'il y a potentiellement plus de travail à faire pour les taux d'intérêt que si c'était un cycle plus normal.

L'autre partie de votre question visait à savoir si nous avons peur qu'une hausse plus marquée que la nôtre des taux d'intérêt par la Réserve fédérale cause des problèmes. Ce n'est pas une grande préoccupation. Nous avons une politique monétaire indépendante. Nous avons un taux de change flexible qui nous permet d'établir une politique monétaire conçue pour répondre aux besoins du Canada.

Le marché a raisonnablement plus d'attentes à l'égard des taux américains que des nôtres, et c'est déjà reflété dans la valeur actuelle du dollar canadien. Il y aura sans aucun doute des fluctuations du dollar canadien. C'est une chose dont vous pouvez être sûr, mais, de façon générale, le système de taux de change flexible fonctionne très bien.

Le sénateur Loffreda : Vous ne voyez donc pas cela comme un facteur dans la hausse de l'inflation au point où vous n'avez pas à réagir? Comme vous l'avez dit, l'inflation est votre principale préoccupation, n'est-ce pas?

M. Macklem : Oui. C'est une chose dont nous devons tenir compte si la valeur du dollar diminue considérablement. Les pressions inflationnistes seraient plus prononcées; nos exportations seraient plus fortes. Il faudrait certainement que nous en tenions compte. Nous ne cherchons pas à prévoir le taux de change dans nos projections. Notre convention consiste à prendre le taux de change, peu importe où il se situe. Dans notre projection, il se situe à 74 \$. S'il était beaucoup moins élevé, oui, c'est une chose que nous devrions prendre en considération.

I don't see a big problem if the U.S. is going a little higher than us. That's kind of already built into the market.

The Chair: Thank you very much.

[*Translation*]

Senator Gignac: Welcome, governor, and Senior Deputy Governor Rogers. I want to begin by commending you for your efforts over the past several months to communicate and be transparent, including making public the minutes of your meetings. This is greatly appreciated.

I would like to return to your discussions with Senator Smith. During the pandemic, the Bank of Canada rolled out several new programs. I looked at your review, which was released in March. In essence, you went much further than you did during the financial crisis of 2008-09, when I had the privilege of working alongside you.

What caught my attention most of all was your colleague Deputy Governor Gravelle's speech in Montreal. In a nutshell, he said that the bar would be much higher next time before the Bank of Canada used quantitative easing again.

Can you say a little more about that? I'd also have a sub-question about quantitative easing, if time permits.

Mr. Macklem: I have two things to highlight. First, this study and Toni Gravelle's speech reflected the use of our balance sheet in terms of financial stability. The subject of this study was not monetary policy, but financial stability.

Second, all of this relates to the answers I gave earlier. Since we have more focused programs to determine where the problem is, we believe we will have less need for quantitative tightening. More concretely, we now have a program called the Contingent Term Repo Facility or CTRF. One of the main problems during the pandemic was the pension funds and the large asset managers. We needed a lot of liquidity. The commercial banks were not able to provide enough liquidity, so the whole market froze.

We went back into the market to buy a lot of Government of Canada bonds and put money into the system. At that point, we needed to take extraordinary measures, because we were already putting liquidity in with the CTRF for the banks, but the demand

Je ne vois pas de gros problème si les États-Unis prennent un chiffre un peu plus élevé. C'est déjà un peu intégré au marché.

La présidente : Merci beaucoup.

[*Français*]

Le sénateur Gignac : Bienvenue au gouverneur et à la première sous-gouverneure Rogers. Je tiens d'abord à vous féliciter pour les efforts que vous avez déployés au cours des derniers mois sur les plans de la communication et de la transparence, notamment en rendant publics les comptes rendus de vos rencontres. C'est très apprécié.

J'aimerais revenir sur vos discussions avec le sénateur Smith. Au cours de la pandémie, la Banque du Canada a déployé plusieurs nouveaux programmes. J'ai examiné le bilan de votre étude, qui a été rendu public en mars. Dans le fond, vous êtes allé beaucoup plus loin que lors de la crise financière de 2008-2009, moment où j'ai eu le privilège de travailler à vos côtés.

Ce qui a surtout attiré mon attention, c'est l'allocution de votre collègue le sous-gouverneur Gravelle à Montréal. En résumé, il a dit que la barre serait beaucoup plus haute la prochaine fois avant que la Banque du Canada ne réutilise l'assouplissement quantitatif.

Pouvez-vous en dire un peu plus là-dessus? J'aurais aussi une sous-question sur l'assouplissement quantitatif, si le temps me le permet.

M. Macklem : J'ai deux choses à souligner. Premièrement, cette étude et le discours de Toni Gravelle reflétaient l'utilisation de notre bilan pour ce qui est de la stabilité financière. Le sujet de cette étude n'était pas la politique monétaire, mais la stabilité financière.

Deuxièmement, tout cela lié aux réponses que j'ai déjà données. Puisque nous avons des programmes mieux ciblés pour déterminer où se situe le problème, nous sommes d'avis que nous aurons moins besoin d'avoir recours au resserrement quantitatif. De manière plus concrète, nous avons maintenant un programme qu'on appelle en anglais CTRF, ou Contingent Term Repo Facility, soit le mécanisme conditionnel de prise en pension de plus d'un jour. L'un des principaux problèmes durant la pandémie, c'étaient les fonds de retraite et les grands gestionnaires d'actifs. Nous avons besoin de beaucoup de liquidités. Les banques commerciales n'étaient pas capables de fournir suffisamment de liquidités, ce qui fait que tout le marché a gelé.

Nous sommes rentrés dans le marché pour acheter beaucoup d'obligations du gouvernement du Canada et pour injecter de l'argent dans le système. À ce moment-là, nous avons eu besoin de prendre des mesures exceptionnelles, parce que nous étions

from non-banks was still too great. They couldn't move money where it was needed.

Now we have the CTRF program. We can put cash directly into the major pension plans. In that sense, the bar is higher, but we will have better tools.

Senator Gignac: I have a second question for you.

Assuming that inflation decelerates rapidly — perhaps more rapidly than you think — and the economy slows further, it can't be ruled out that you might consider cutting interest rates. What will happen to quantitative tightening? Wouldn't there be an inconsistency in lowering rates while continuing quantitative tightening? I have never seen a central bank on the planet do both, lower interest rates and do quantitative tightening.

Can you elaborate on that?

Mr. Macklem: This is the first time we've done quantitative tightening. Even other banks around the world have very little experience with quantitative tightening.

We're going to make those decisions going forward when we get there. Frankly, it's a little early to be talking about cutting interest rates. Whether or not we cut interest rates depends on the economic situation. If inflation is near 2%, if we have potential growth and the output gap is very small, we are in a more normal situation. Inflation has come down and remains stable and growth is potential. In a situation like that, we would start to normalize interest rates toward a neutral rate.

If that's the spread we're normalizing, we're going to continue quantitative tightening. We are going to normalize our balance sheet. That's consistent with normalized interest rates. If we decide to lower interest rates, it's because there will be, for example, a global recession and the Canadian economy will be very weak. We will have to add incentives and ease monetary policy. In that case, we will lower interest rates fairly quickly and end quantitative tightening.

[English]

We would go back to reinvestment.

Senator Marwah: Welcome, governor and deputy governor.

déjà en train de mettre des liquidités avec le CTRF pour les banques, mais la demande des institutions non bancaires était encore trop grande. Elles ne pouvaient pas déplacer de l'argent là où c'était nécessaire.

Maintenant, nous avons le programme CTRF. Nous pouvons verser des liquidités directement dans les grands régimes de retraite. En ce sens, la barre est plus haute, mais nous aurons de meilleurs outils.

Le sénateur Gignac : J'ai une deuxième question à vous poser.

En supposant que l'inflation décélère rapidement — peut-être plus rapidement que vous ne le pensez — et que l'économie ralentisse encore plus, on ne peut pas exclure que vous puissiez envisager de réduire les taux d'intérêt. Qu'arrivera-t-il au resserrement quantitatif? N'y aurait-il pas une incohérence dans le fait de baisser les taux tout en continuant le resserrement quantitatif? Je n'ai jamais vu une banque centrale sur la planète faire les deux, soit baisser les taux d'intérêt et faire du resserrement quantitatif.

Pouvez-vous donner des précisions à ce sujet?

M. Macklem : C'est la première fois que nous faisons le resserrement quantitatif. Même les autres banques partout dans le monde ont très peu d'expérience avec le resserrement quantitatif.

Nous allons prendre ces décisions pour l'avenir lorsque nous serons rendus là. En toute franchise, c'est un peu tôt pour parler de réduction des taux d'intérêt. La baisse des taux d'intérêt dépend de la situation économique. Si l'inflation est à près de 2 %, que nous avons une croissance potentielle et que l'écart de production est très petit, nous sommes dans une situation plus normale. L'inflation a baissé et demeure stable et la croissance est potentielle. Dans une situation comme celle-là, on commencerait à normaliser les taux d'intérêt vers un taux neutre.

Si c'est l'écart que nous sommes en train de normaliser, nous allons poursuivre le resserrement quantitatif. Nous allons normaliser notre bilan. C'est cohérent avec les taux d'intérêt normalisés. Si nous décidons de baisser les taux d'intérêt, c'est parce qu'il y aura, par exemple, une récession mondiale et que l'économie canadienne sera très faible. Nous devons ajouter des mesures incitatives et assouplir la politique monétaire. Dans ce cas, nous allons baisser les taux d'intérêt assez rapidement et mettre fin au resserrement quantitatif.

[Traduction]

Nous allons investir à nouveau.

Le sénateur Marwah : Bienvenue, monsieur le gouverneur, madame la sous-gouverneure.

My question relates to the inflation target, which you mentioned has been 2% in recent years. Given recent events and where we stand today, is that still a hard target for the bank or are you prepared to live with something higher, like a 2% to 3% range?

Mr. Macklem: We are committed to getting inflation back to the 2% target. The way I would put it is that we need to re-centre inflation on 2%. We have a band of 1% to 3%, but it is important to stress that this band is not a zone of indifference.

The idea of the band is to give Canadians a sense of the normal variation of inflation. Even if we aim for 2%, we can't literally hit 2% all the time; there will be some variation. The band should give Canadians an idea of what the normal variation in inflation is. If you want to be in the 1% to 3% band most of the time, you need to aim for the middle of the band; you need to aim for 2%.

Why 2%? There are a few reasons. For one, we've had 2% for 30 years. It has proven to be very successful. I think there are good reasons why you want a low rate of inflation, probably slightly positive — not zero, but low.

One of the problems we're having right now is that when inflation is high, people come to expect that it's high and companies aren't too worried about passing on price increases because they know that everyone expects inflation to continue. It's easy for them to pass on price increases. That's what you've seen in this period of high inflation. Companies are raising prices more frequently, and by more. They're passing on their costs very quickly. However, when inflation is low, and when something is more expensive, it stands out and businesses become more concerned that they will lose customers if they raise their prices. It becomes more self-reinforcing.

One of the things we observe empirically — and one of the other deputy governors, Paul Beaudry, talked about this — is that when inflation is higher, it is not just higher; it tends to be more variable. Those reinforcing competitive forces are not working as effectively. So I think you do want a low number.

The other reality is that you want a number low enough so that, from one year to the next, people don't really notice inflation; it's not something they have to worry about in their daily lives. If inflation is centred on 2% and it's reasonably stable, they don't have to worry about big fluctuations in their cost of living from one year to the next. If you start to bring that higher, then it starts to eat into their cost of living each year.

Ma question est liée à la cible d'inflation, qui, comme vous l'avez dit, est de 2 % depuis quelques années. Compte tenu des événements récents et de la conjoncture actuelle, est-ce encore un objectif ferme pour la banque ou êtes-vous prêts à vivre avec quelque chose de plus élevé, de l'ordre de 2 à 3 %, par exemple?

M. Macklem : Nous sommes déterminés à faire revenir l'inflation à la cible de 2 %. Dans mes propres mots, je dirais que nous devons recentrer l'inflation à 2 %. Nous avons une fourchette cible de 1 à 3 %, mais il est important de souligner que ce n'est pas une zone d'indifférence.

La fourchette vise à donner aux Canadiens une idée de la variation normale de l'inflation. Même si nous visons 2 %, nous ne pouvons pas littéralement atteindre ce chiffre tout le temps; il y aura une certaine variation. La fourchette doit donner aux Canadiens une idée de ce qu'on entend par variation normale de l'inflation. Pour se situer dans la fourchette de 1 à 3 % la plupart du temps, il faut viser le milieu, c'est-à-dire 2 %.

Pourquoi 2 %? Il y a quelques raisons. Tout d'abord, c'est notre cible depuis 30 ans. Elle s'est révélée très efficace. Je pense qu'il y a de bonnes raisons de vouloir un faible taux d'inflation, probablement un peu au-dessus de zéro, pas zéro, mais un taux faible.

L'un des problèmes que nous avons actuellement, c'est que lorsque l'inflation est élevée, les gens finissent par s'attendre à ce que ce soit élevé et les entreprises ne s'en font pas trop au moment de refilet les hausses de prix aux clients, car elles savent que tout le monde s'attend à ce que l'inflation se poursuive. Il est facile pour les entreprises de refilet les hausses de prix à leurs clients. C'est ce qu'on a vu pendant la période de forte inflation. Les entreprises augmentent les prix plus souvent et dans une proportion plus élevée. Elles refilet très rapidement leurs coûts aux consommateurs. Cependant, lorsque l'inflation est faible et qu'un produit coûte plus cher, les gens s'en rendent compte et les entreprises craignent davantage de perdre des clients si elles continuent d'augmenter leurs prix. L'équilibre commence alors à se faire tout seul.

L'une des choses que nous observons de façon empirique — et l'un des autres sous-gouverneurs, Paul Beaudry, en a parlé —, c'est que lorsque l'inflation est élevée, elle a aussi tendance à varier plus. Ces forces concurrentielles de renforcement ne fonctionnent pas aussi bien. Je pense donc qu'on veut un chiffre moins élevé.

L'autre réalité, c'est que vous voulez un chiffre suffisamment faible pour que, d'une année à l'autre, les gens ne remarquent pas vraiment l'inflation; ce n'est pas une chose qui les préoccupe dans leur vie de tous les jours. Lorsqu'on vise un taux d'inflation de 2 % et que c'est raisonnablement stable, on n'a pas à se préoccuper de hausses importantes du coût de la vie d'une année à l'autre. Lorsque la cible est plus élevée, le coût de la vie commence à augmenter chaque année.

Senator Marwah: I have a quick follow-up, governor. Let's say that inflation, hypothetically, is stuck at 2.7%. What happens then?

Mr. Macklem: Hypothetical questions are always very hard because the answer is that it depends on the whole situation.

As inflation gets closer to 2%, obviously, our anxiety level starts to reduce. Right now, inflation at 4.3% is still well above our target. Our forecast is that it's coming down pretty quickly. But as long as inflation is well above target, we are more worried about the upside risks than the downside risks.

Once you are within your band, and particularly well in the band, you are not as worried about the upside risks as the downside risks. As I said, if you want it to fluctuate normally between 1% and 3%, you need to aim for 2%. If you stay at 2.7%, the normal fluctuation will be 3.7% to 2.3%, if I can do it in my head. That is not price stability.

The Chair: On that question, why are we at 10% food inflation?

Ms. Rogers: It is one of the parts of inflation that's probably the most frustrating for Canadians right now. It is one that everybody feels. You grocery shop every week, so people feel it. It is very frustrating, we know that.

There are a number of things even in normal times that contribute to food inflation. Food inflation can be a bit more volatile. Weather events have a big impact on food prices. Commodity prices, which fluctuate globally, can affect food prices. Transportation and energy costs can feed into food costs, or labour. As the governor said, we did see a really quick pass-through of prices, and we saw that in the food sector, too. There were a number of events. We had a number of poor harvests. We had the avian flu, and the war, which affected commodity prices, particularly wheat and fertilizer. There was a confluence of things that really hit food price inflation.

The Chair: How significant is the carbon tax?

Ms. Rogers: It is difficult to break down any one item, particularly on any one part of inflation. I think we have provided data before on the effect of the carbon tax on overall inflation. I don't have a number for carbon tax on food inflation.

Le sénateur Marwah : J'ai une brève question complémentaire, monsieur le gouverneur. Disons que l'inflation, hypothétiquement, est figée à 2,7 %. Que se passe-t-il alors?

M. Macklem : Il est toujours très difficile de répondre aux questions hypothétiques, car cela dépend de toute la situation.

À mesure que l'inflation se rapproche de 2 %, de toute évidence, notre niveau d'anxiété commence à diminuer. À l'heure actuelle, le taux d'inflation de 4,3 % est encore nettement au-dessus de notre cible. Nous prévoyons qu'il diminuera très rapidement. Mais tant que l'inflation demeurera au-dessus de la cible, le risque d'une hausse nous préoccupera plus que le risque d'une baisse.

Une fois que la fourchette est atteinte, plus particulièrement le milieu de la fourchette, on craint moins les hausses que les baisses du taux. Comme je l'ai dit, si on veut que le taux fluctue normalement entre 1 et 3 %, il faut viser 2 %. Lorsqu'on reste à 2,7 %, la fluctuation normale sera entre 2,3 et 3,7 %, sauf erreur de ma part. On ne parle pas alors d'une stabilité des prix.

La présidente : À ce sujet, pourquoi l'inflation alimentaire se situe-t-elle à 10 %?

Mme Rogers : C'est probablement un des aspects de l'inflation les plus frustrants pour les Canadiens à l'heure actuelle. Tout le monde en ressent l'effet. Les gens font leur épicerie toutes les semaines, et ils s'en rendent donc compte. C'est très frustrant, et nous le savons.

Même en temps normal, un certain nombre de facteurs contribue à l'inflation alimentaire. Elle peut d'ailleurs être un peu plus volatile. Les phénomènes météorologiques ont une énorme incidence sur le prix des aliments. Le prix des produits de base, qui fluctue à l'échelle mondiale, a également des répercussions sur le prix des aliments, tout comme le coût du transport, de l'énergie et de la main-d'œuvre. Comme le gouverneur l'a dit, nous avons vu que la facture a été rapidement refilée aux consommateurs, y compris dans le secteur agroalimentaire. Il y a eu un certain nombre de situations. Nous avons eu de mauvaises récoltes. Il y a aussi eu la grippe aviaire et la guerre, qui ont eu une incidence sur le prix des produits de base, notamment le blé et les engrais. La hausse du prix des aliments est vraiment attribuable à un concours de circonstances.

La présidente : Quelle est l'incidence de la taxe carbone?

Mme Rogers : Il est difficile de parler de l'effet d'un seul facteur, plus particulièrement lorsqu'il s'agit d'un aspect de l'inflation. Je pense que nous avons déjà fourni des données sur l'effet que la taxe sur le carbone a sur l'inflation de manière générale. Je n'ai pas de chiffre pour ce qui est de l'incidence de la taxe sur le carbone sur l'inflation alimentaire.

As the governor said, there are two things we are looking for. Some of the effects that I just described are enough in the rearview mirror that we should start to see food price inflation decline. The recent data does have it dipping down a bit. We should see that happening more. And then it is back to the competitive forces, getting people's expectations reset and getting pricing behaviour reset.

The Chair: Thank you.

Senator Ringuette: I will focus on an entirely different issue: supply chain disruptions caused by the pandemic and geopolitical events. We are now hearing of a new paradigm with regards to supply chains or a new policy among friendly nations. How will this rejigging of supply chains within friendly nations affect inflation — which is your main mandate — and the Canadian business investment scenario?

Mr. Macklem: The short answer is that businesses are focused on making their supply chains more resilient. That will, inevitably, add cost through that adjustment period. That's going to be a factor that will make it harder to bring inflation down. It is one of the reasons why, in our own forecast, we have it coming down quickly to 3%, but getting from 3% to 2% takes some time. There will be some underlying cost pressures. Ultimately, getting more resilient supply chains will have a benefit. It will have a direct benefit to the economy. Things will work better, and it will also mean fewer supply bottlenecks gumming up the system and impacting prices, so there will be less variability of inflation.

I'll share a couple of words about what we are seeing so far. I think it is still pretty early days. Companies are not massively reshoring their production. That's not what we're seeing. They may be reducing their new investments in places that they are worried about. We are seeing that they are looking to diversify their supply chains so they have more alternatives. They are looking to simplify their supply chains and standardize their components so they don't have so many different pieces that they need so that there's more substitutability in production.

It's hard to know right now how profound this change is. I think we know the direction, but we don't know how big a change it will be.

The last thing I will say is that there's nothing inconsistent with diversifying and making your supply chain more resilient with an open trading system. Canada does have the benefit of a

Comme le gouverneur l'a dit, nous examinons deux choses. Certains des effets que je viens tout juste de décrire sont suffisamment loin derrière nous, et nous devrions commencer à voir une baisse de l'inflation alimentaire. Les données récentes montrent qu'elle a diminué un peu. C'est ce que nous devrions voir plus souvent. Et on revient alors aux forces concurrentielles ainsi qu'à un nouveau départ pour ce qui est des attentes des gens et des pratiques d'établissement des prix.

La présidente : Merci.

La sénatrice Ringuette : Je vais me concentrer sur une question totalement différente : les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement attribuables à la pandémie et aux événements géopolitiques. Nous entendons maintenant parler d'un nouveau paradigme concernant les chaînes d'approvisionnement ou d'une nouvelle politique entre pays amis. Quel sera l'effet de ce remaniement des chaînes d'approvisionnement entre pays amis — il s'agit de votre principal mandat — sur l'inflation et sur le scénario d'investissement des entreprises canadiennes?

M. Macklem : La réponse courte est que les entreprises s'efforcent surtout de rendre leurs chaînes d'approvisionnement plus résilientes, ce qui augmente inévitablement les coûts pendant la période d'adaptation. C'est un facteur qui compliquera les efforts de réduction de l'inflation. C'est une des raisons pour lesquelles, dans notre projection, nous estimons qu'elle diminuera rapidement à 3 %, mais qu'il faudra un certain temps pour passer de 3 à 2 %. Des pressions seront exercées sur les coûts. Au bout du compte, il sera avantageux d'avoir des chaînes d'approvisionnement plus résilientes. Il y aura un avantage direct pour l'économie. Les choses vont mieux fonctionner, et il y aura également moins de goulots d'étranglement qui ralentiront le système et auront une incidence sur les prix, ce qui signifie que l'inflation variera moins.

Je vais dire quelques mots sur ce que nous voyons jusqu'à maintenant. Je pense que nous en sommes encore qu'au début. Les entreprises ne rapatrient pas encore massivement leur production. Ce n'est pas ce que nous voyons. Elles réduisent peut-être leurs nouveaux investissements dans des endroits qui les préoccupent. Ce que nous voyons, c'est qu'elles cherchent à diversifier leurs chaînes d'approvisionnement pour avoir plus de solutions de rechange. Elles veulent simplifier leurs chaînes d'approvisionnement et normaliser leurs composantes pour ne pas avoir besoin d'autant de pièces différentes et pour pouvoir recourir plus souvent à la substitution dans la production.

Il est actuellement difficile de savoir à quel point ce changement est profond. Je pense que nous connaissons l'orientation adoptée, mais nous ne savons pas à quel point le changement sera important.

La dernière chose que je dirai, c'est qu'il n'y a rien d'incompatible avec la diversification et le renforcement de la résilience des chaînes d'approvisionnement grâce à un système

number of very good trade agreements — USMCA, CETA with the Europeans, CPTPP with a number of Asian countries. Canada has among the best trade access. We have the ability to diversify, and businesses have to figure out how to be part of these busy supply chains as they change. That's a business opportunity and businesses need to figure out how they will be part of that in Canada. We are reasonably well positioned. We do need to look at and take that opportunity.

Senator Ringuette: Considering that it is a new paradigm or a new zone of discussion, when will you ascertain this new upcoming policy in your assessment in regards to inflation?

Mr. Macklem: I'm not sure I can give you a date. There are really two things going on. People are looking at making supply chains more resilient after the pandemic. They realize there could be more climate events or more geopolitical tensions. Everybody is more alive to the vulnerability of their supply chain.

The other thing, which isn't totally unrelated, is that the reality is there are geopolitical tensions and there is a risk of more global fragmentation. In the IMF's World Economic Outlook, they actually spent quite a bit of time on this trying to analyze the global costs to growth of what they call geo-economic fragmentation. The reality is we've all benefited from an increasingly integrated global trading and investment system. If that goes in reverse, it will certainly have some costs to global growth. I'm not sure that I can predict any better than anybody else exactly how bad it's going to be, how quickly it will move and whether countries can come together and work out some of their differences. It is hard to predict.

As developments become more concrete, we will certainly factor those into our outlook and do our best to assess the implications for Canada and take those into account.

The Chair: Thank you.

Senator Simons: Mr. Macklem, you mentioned in your opening comments that people are renewing their mortgages at much higher rates and hence have less spending money. You mentioned that as a good thing in terms of bringing down inflation, but it can be devastating for people, especially in overheated markets like Toronto and Vancouver where people bought homes at historically high prices that they could only finance because of historically low interest rates.

commercial ouvert. Le Canada profite d'un certain nombre de très bons accords commerciaux, comme l'Accord Canada—États-Unis—Mexique, l'Accord économique et commercial global avec les Européens et l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste avec des pays asiatiques. L'accès du Canada aux marchés figure parmi les meilleurs. Nous avons la capacité de diversifier notre approche, et les entreprises doivent déterminer comment elles peuvent faire partie de ces chaînes d'approvisionnement achalandées à mesure qu'elles changent. C'est une occasion d'affaires, et les entreprises doivent trouver comment elles peuvent en faire partie au Canada. Nous sommes raisonnablement bien placés. Nous devons nous pencher sur cette occasion et la saisir.

La sénatrice Ringuette : Puisque c'est un nouveau paradigme ou un nouvel espace de discussion, à quel moment allez-vous vérifier cette nouvelle politique dans votre évaluation relative à l'inflation?

M. Macklem : Je ne pense pas pouvoir vous donner une date. À vrai dire, il se passe deux choses. Les gens cherchent à rendre les chaînes d'approvisionnement plus résilientes après la pandémie. Ils savent qu'il pourrait y avoir plus de phénomènes météorologiques ou de tensions géopolitiques. Tout le monde est plus conscient de la vulnérabilité de ses chaînes d'approvisionnement.

L'autre chose, qui n'est pas totalement sans lien, c'est que dans les faits, il y a des tensions géopolitiques et un risque de fragmentation mondiale plus importante. Dans ses Perspectives de l'économie mondiale, le Fonds monétaire international a consacré beaucoup de temps à la question pour essayer d'analyser les coûts mondiaux, pour la croissance, de ce qu'on appelle la fragmentation géoéconomique. La réalité est que nous avons tous profité d'un système mondial de commerce et d'investissement de plus en plus intégré. Si jamais ce système évolue dans la direction inverse, il y aura certainement des coûts pour la croissance mondiale. Je ne pense pas pouvoir prédire mieux que les autres à quel point ce sera mauvais, à quelle vitesse cela se produira et si des pays peuvent se réunir pour résoudre leurs différends. C'est difficile à prédire.

À mesure que les développements se concrétisent, nous allons certainement en tenir compte dans nos prévisions, et nous ferons de notre mieux pour évaluer les répercussions pour le Canada et prendre cela en considération.

La présidente : Merci.

La sénatrice Simons : Monsieur Macklem, vous avez dit dans votre déclaration liminaire que des personnes renouvellent leur prêt hypothécaire à des taux beaucoup plus élevés et qu'elles ont donc moins d'argent à dépenser. Vous avez dit que c'est une bonne chose pour juguler l'inflation, mais cela peut être terrible pour les gens, surtout dans des marchés surchauffés comme à Toronto et à Vancouver où les gens ont acheté des maisons à des prix ayant atteint des sommets historiques qu'ils pouvaient

It is hard to talk about a national housing policy because Toronto and Vancouver are so different from Edmonton, where I'm from, or Winnipeg or Halifax. Are there concerns, if you need to raise interest rates again, about what the impact will be on housing markets? There is a danger that if you pop the bubble, lots of people might be able to enter the market, but people will lose tremendous amounts of equity that they have invested. How do you strike that balance?

Mr. Macklem: Ms. Rogers will take that one.

Ms. Rogers: Let me start, senator, by giving you some data that we refer to often when we are thinking about the mortgage market. When you look at the overall Canadian population, about 33% rent and 67% own. About 27% of people own their homes outright, so you are down to about 35% of mortgages.

When you look at the mortgage holders, the vast majority of them, close to 70%, have fixed-rate mortgages, so their payments are not fluctuating with each interest rate decision. About 13% have variable mortgages, and when you get down to the variable mortgages, the vast majority of them have fixed-payment mortgages.

I offer that information not to minimize your point that interest rate changes, as a result of our policy changes, are putting pressure on mortgage holders. That's absolutely something we think about a lot each time we make a decision. But I offer that information just because we use it often to think about the overall effect, particularly on the economy, and the financial stability effects of increases in mortgage rates.

This is something we look at closely, though. In addition to our *Monetary Policy Report*, we put out a Financial System Review annually. That's coming up in about a month. We are taking a deep dive into the effect of mortgage payment changes. We do regularly talk to OSFI, or the Office of the Superintendent of Financial Institutions. I took note that our colleagues from OSFI will be here next week. We talk regularly to banks about how they are working with their mortgage clients to make sure that that pressure can be managed.

We hear from banks that it is putting pressure, but Canadians are adjusting to that pressure. As fixed-rate mortgages renew — the governor said this in his opening remarks — we do know that pressure will move from our variable-rate mortgage holders to

seulement se permettre parce que les taux d'intérêt n'avaient jamais été aussi bas.

Il est difficile de parler d'une politique nationale du logement, car Toronto et Vancouver sont des villes très différentes d'Edmonton, ma ville d'origine, ou de Winnipeg ou Halifax. Y a-t-il des préoccupations, si vous haussez encore les taux d'intérêt, à propos de l'effet sur les marchés immobiliers? Si vous faites éclater la bulle, beaucoup de personnes pourraient être en mesure d'accéder au marché, mais d'autres perdront une énorme partie du capital qu'elles ont investi. Comment peut-on trouver un équilibre entre les deux?

M. Macklem : Mme Rogers va répondre.

Mme Rogers : Permettez-moi de commencer, madame la sénatrice, en vous donnant des données que nous consultons souvent lorsque nous pensons au marché hypothécaire. Dans l'ensemble de la population canadienne, environ 33 % des gens louent leur logement et 67 % sont propriétaires. Environ 27 % des gens possèdent leur maison, ce qui signifie qu'environ 35 % de la population a une hypothèque.

La vaste majorité des détenteurs de prêts hypothécaires, près de 70 %, ont un taux fixe, ce qui signifie que leurs paiements ne fluctuent pas chaque fois qu'une décision concernant les taux d'intérêt est prise. Environ 13 % de ces personnes ont un taux variable, et dans ce cas-ci, la grande majorité a des paiements fixes.

Je ne présente pas cette information pour minimiser le point que vous avez soulevé à propos des pressions exercées sur les détenteurs d'un prêt hypothécaire lorsque les taux d'intérêt changent à cause de nos changements de politique. C'est sans aucun doute une chose à laquelle nous réfléchissons chaque fois que nous prenons une décision. Je vous donne cette information tout simplement parce que nous nous en servons souvent pour réfléchir à l'effet global, notamment sur l'économie, et aux répercussions des hausses des taux hypothécaires sur la stabilité financière.

C'est néanmoins un enjeu que nous examinons de près. En plus de notre *Rapport sur la politique monétaire*, nous publions chaque année une Revue du système financier. Celle de cette année sera publiée dans environ un mois. Nous scrutons à la loupe l'incidence des changements aux paiements hypothécaires. Nous communiquons régulièrement avec le BSIF, ou le Bureau du surintendant des institutions financières. J'ai remarqué que nos collègues du BSIF comparaitront ici la semaine prochaine. Nous parlons sur une base régulière avec les banques des moyens qu'elles mettent à la disposition de leurs clients hypothécaires pour veiller à gérer ces pressions.

Les banques nous disent que les taux d'intérêt exercent des pressions, mais que les Canadiens s'adaptent à ces pressions. Alors que les hypothèques à taux fixe seront renouvelées — le gouverneur l'a dit dans sa déclaration liminaire —, nous savons

our fixed-rate mortgage holders. There are a number of things that Canadians are doing.

Typically, if you are renewing a mortgage that you took out quite some time ago, there is normally an increase in your income that will help with an increase in payment. It's also important to remember that, for quite a while now, we've had policies in place in our banking sector where mortgage borrowers were stressed at a rate 2% higher than their actual mortgage rate. That policy created a buffer for most mortgages in Canada. So there are a number of things, but you make a good point, and a point that we take into account.

Senator Simons: I am here as a guest today, but in my other life, I am the Deputy Chair of the Standing Senate Committee on Agriculture and Forestry. One of the things we've been concerned about in looking at food price inflation is corporate concentration, such as concentration at the production level — say, if you look at the concentration in meat packing in this country, it's hardly fathomable how dependent we are on two packers. But we are also looking at concerns about corporate concentration in the supermarket sector.

Ms. Rogers, that's not something you talked about at all, but I am wondering if that is not also a major driver of food inflation costs. When you look at beef packing, there hasn't been an increase for the producers or the feedlot operators. The prices are passed on to the consumer, but they're not going back to the producer. So somewhere in that production chain, someone is taking profits, and it's not the ranchers.

Ms. Rogers: You are right; we didn't mention it. We are not the experts in this field. There is a study, as you know, going on with the Competition Bureau. They are the right people to analyze and provide comment on this.

As the governor said, what we can do is get inflation back to target so that companies, producers and everyone setting pricing contracts will have that competitive pressure and so there isn't an expectation that prices will just keep going up and allow them to continue to pass through prices, at each step along the way, as you point out.

Senator Simons: It's hard for there to be competitive pressure if there is no competition.

que la pression passera des détenteurs de prêts hypothécaires à taux variable aux détenteurs de prêts hypothécaires à taux fixe. Les Canadiens ont recours à diverses méthodes.

Normalement, un emprunteur qui renouvelle une hypothèque contractée il y a longtemps voit son revenu augmenter, ce qui aide à absorber l'augmentation du paiement. Il est également important de garder à l'esprit que, depuis un bon moment déjà, les politiques en place dans notre secteur bancaire prévoient que les détenteurs de prêts hypothécaires peuvent résister à un taux 2 % plus élevé que leur taux hypothécaire réel. Cette politique a créé un tampon pour la plupart des hypothèques au Canada. Il y a donc différents éléments, mais vous faites valoir un bon point, que nous prenons en considération.

La sénatrice Simons : Je participe à la réunion d'aujourd'hui en tant qu'invitée, mais, dans mon autre vie, je suis la vice-présidente du Comité sénatorial permanent de l'agriculture et des forêts. Un des enjeux qui nous préoccupe par rapport à l'inflation des prix des aliments est celui de la concentration des entreprises, comme la concentration à l'échelon de la production. Si on se penche par exemple sur la concentration dans l'industrie de la transformation de la viande, on a peine à s'imaginer que nous dépendons de deux entreprises. Nous nous intéressons aussi aux inquiétudes liées à la concentration des entreprises dans le secteur des supermarchés.

Madame Rogers, vous n'en avez pas du tout parlé, mais je me demande si cette réalité ne contribue pas elle aussi fortement à l'inflation du coût des aliments. Le secteur du conditionnement du bœuf n'a pas vu son nombre de producteurs ou d'exploitants de parcs d'engraissement augmenter. Les prix sont transférés aux consommateurs, mais les producteurs n'en profitent pas. Ainsi, quelqu'un — et ce n'est pas le propriétaire du ranch — empoche des profits à un certain maillon de la chaîne de production.

Mme Rogers : Vous avez raison : nous n'avons pas mentionné cet élément. Nous ne sommes pas les experts dans ce domaine. Comme vous le savez, le Bureau de la concurrence mène une étude en ce moment. Le personnel de cette organisation est le mieux placé pour analyser la situation et fournir des commentaires.

Comme le gouverneur l'a dit, nous pouvons, de notre côté, renouer avec la cible d'inflation. Ainsi, les compagnies, les producteurs et tous les intervenants qui déterminent les prix des contrats ressentiront la pression concurrentielle. De même, on ne s'attendra pas à ce que les prix augmentent sans relâche, et on évitera d'imposer les coûts aux maillons suivants, comme vous l'avez décrit.

La sénatrice Simons : Il est difficile de créer des pressions concurrentielles lorsqu'il n'y a pas de concurrence.

Ms. Rogers: I understand your point, but as I said, we're not experts in that field. The contribution that we can make is to get inflation back to target and remove that element in that dynamic.

The Chair: Thank you for that.

Senator Marshall: Regarding the banking sector, you mentioned, Mr. Macklem, that there were some discussions at your meetings last week about the banks. I'm thinking about the banking and financial sector here in Canada.

In last year's budget, there were two extra tax increases imposed on banks and financial institutions, and I see there is another one in the budget this year. That must be putting pressure on the banking sector. Then if you add in the problem with the mortgages and some concern about loans, whether people will be able to repay their loans, there must be a lot of pressure on the banking and financial sector.

You were saying earlier that you do some sort of analysis. Could you expand on that? There is not much sympathy for the banks, but we do want to have a strong banking sector. I am very concerned. We have the OSFI people coming in, as you said, next week. I am very concerned about the banking sector and that it remains strong.

What sort of analysis do you do? What sort of risk assessment do you do to make sure that there's not a problem in that area? Do you consult and advise government as to what they are doing?

Mr. Macklem: I will ask the senior deputy to answer.

Ms. Rogers: As I said, our colleagues from OSFI will be able to give you quite a bit more information, but from our current role and from my past role, I would say when we look at the banking sector, there are two indications we always look at — their capital or equity levels and their liquidity levels.

The stress that you saw recently, in the case of the U.S. sector, I would attribute to very particular business models, which made them highly subject to two things. One would be interest rate risk — so their profitability was significantly affected by the change in interest rates — combined with a highly concentrated depositor base, which, by virtue of the effect on their profitability, caused confidence to go down, and those deposits left in very rapid fashion. There were some very unique things about those business models that made them susceptible to some risks.

Mme Rogers : Je comprends votre argument, mais, comme je le disais, ce n'est pas notre champ d'expertise. Notre apport dans l'équation consiste à renouer avec la cible d'inflation et à retirer cet élément du cycle.

La présidente : Je vous remercie.

La sénatrice Marshall : En ce qui a trait au secteur bancaire, monsieur Macklem, vous avez mentionné que des discussions ont porté sur les banques lors de vos réunions de la semaine dernière. Je parle du secteur bancaire et financier ici, au Canada.

Le budget de l'an dernier comprenait deux augmentations d'impôt supplémentaires imposées aux banques et aux institutions financières, et je vois qu'il y en a une autre dans le budget de cette année. Ces augmentations doivent exercer des pressions sur le secteur bancaire. Si on ajoute à cette conjoncture le problème lié aux hypothèques et certaines préoccupations relatives aux prêts — la question de savoir si les emprunteurs seront en mesure de rembourser leurs prêts —, la pression ressentie par le secteur bancaire et financier doit être énorme.

Vous avez mentionné tout à l'heure effectuer un certain type d'analyse. Pourriez-vous donner plus de détails à ce sujet? Les banques s'attirent peu de compassion, mais notre secteur bancaire se doit d'être fort. Je suis très inquiète. Comme vous l'avez dit, vos collègues du BSIF comparaitront devant nous la semaine prochaine. Je m'inquiète fortement du secteur bancaire, qui doit conserver sa vitalité.

Quel type d'analyse réalisez-vous? Quels types de risques évaluez-vous pour vous assurer qu'il n'y a pas de problème dans ce domaine? Consultez-vous le gouvernement, et le conseillez-vous quant à ses actions?

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

Mme Rogers : Comme je l'ai dit, nos collègues du BSIF seront en mesure de vous donner de plus amples renseignements, mais, si je me fie à notre rôle actuel et à mon ancien rôle, je dirais que nous étudions toujours deux indicateurs lorsque nous nous intéressons au secteur bancaire : le niveau de capitaux ou d'avoirs nets ainsi que le niveau de liquidités.

Dans le secteur américain, on a vu récemment des tensions que j'attribuerais à des modèles d'affaires très particuliers; cette unicité a rendu les banques très vulnérables à deux éléments. Le premier est le risque lié aux taux d'intérêt — leur rentabilité a été grandement minée par la fluctuation des taux d'intérêt —, combiné à une base de déposants très concentrée qui, étant donné l'incidence sur leur rentabilité, a amoindri la confiance. Ces dépôts ont donc été retirés très rapidement. Ces modèles d'affaires comportaient des caractéristiques très uniques qui ont rendu les banques vulnérables à certains risques.

The changes that we've made in the banking sector since the financial crisis are exactly targeted at those two things. They are targeted at liquidity and capital. If you look at the global banking sector overall, it holds twice as much capital, it has half as much leverage and it has three times as much liquidity as it did before all those reforms came in.

In Canada, we've always led the way in implementing those reforms. We are usually the first country to comply with those changes. All of our large banks comply with those rules. Importantly, our mid-tier banks are held to most of those standards. The key parts are the capital and liquidity standards, too, which was not the case in the U.S.

There are a number of things about our banking sector — the regulation; the risk management and the prudence of the banks' management itself and the fact that we have a concentrated banking sector. I know that sometimes creates competitive concerns, but it does make it quite strong. We are continually stress testing our banks. We are continually monitoring our banks. We pay very close attention. But I would say we have one of the strongest banking sectors in the world. The fact that you did not see the stress spill over into Canada is another good sign that our banks are in good condition.

Senator Marshall: What if interest rates go up further? There are people who think now — and I talked to a lot of young people with mortgages — that interest rates will go back down to 1.5% or 2%. If interest rates continue to go up — you may be forced to increase them again — or if they don't go down to as much as people anticipate, do you take that into consideration in your risk assessment? Is that a factor?

Ms. Rogers: Looking at banks?

Senator Marshall: Yes.

Ms. Rogers: Yes. The banks are put through a variety of stress tests, looking at both their liquidity and their capital. We test them under a variety of different interest rate paths, a variety of different economic scenarios, combinations of those things, so, yes.

I know you have a sharp accounting mind. There were things that were unique about some of the banking losses, about how they account for changes in interest rate risks. Those policies are very different in Canada. Our banks mark their assets held for liquidity to market, so we didn't have the dynamic which was a big contributor to the U.S. bank stress.

Les changements que nous avons apportés dans le secteur bancaire depuis la crise financière ciblent précisément ces deux risques : ils ciblent les liquidités et les capitaux. Depuis l'arrivée de ces réformes, le secteur bancaire mondial en général détient deux fois plus de capitaux, son levier d'endettement a fondu de moitié, et ses liquidités ont triplé.

Le Canada est toujours un pionnier pour mettre en œuvre ce type de réformes. Nous sommes habituellement le premier pays à adhérer à ces changements. Toutes nos grandes banques respectent ces règles. Fait important, nos banques de taille moyenne doivent se conformer à la plupart de ces normes. De plus, les normes essentielles sont celles entourant les capitaux et les liquidités, et ces normes n'existaient pas aux États-Unis.

Il faut garder à l'esprit certains éléments sur notre secteur bancaire : la réglementation; la gestion du risque; le degré de prudence dans la gestion de la banque même; et le fait que notre secteur bancaire est concentré. Je sais que ce facteur soulève parfois des inquiétudes quant à sa concurrence, mais cela en fait un secteur très robuste. Nous testons continuellement la résistance de nos banques. Nous les surveillons sans relâche. Nous suivons la situation de très près. Mais je dirais que notre secteur bancaire est parmi les plus forts au monde. Un autre signe positif démontrant que nos banques se portent bien est que l'effet d'entraînement s'est arrêté aux frontières canadiennes : les tensions ne se sont pas fait sentir ici.

La sénatrice Marshall : Qu'advient-il si les taux d'intérêt augmentent davantage? Certains croient actuellement — et j'ai parlé à de nombreux jeunes ayant des hypothèques — que les taux d'intérêt chuteront pour atteindre 1,5 % ou 2 %. Dans votre évaluation des risques, tenez-vous compte du fait que les taux d'intérêt pourraient continuer à augmenter — vous pourriez vous voir obligés de les augmenter à nouveau — ou qu'ils ne baisseront pas autant que le prédit la population? Est-ce un facteur que vous examinez?

Mme Rogers : Lorsque nous examinons les banques?

La sénatrice Marshall : Oui.

Mme Rogers : Oui. Les banques doivent passer toutes sortes de tests de résistance afin qu'on examine leurs liquidités et leurs capitaux. Nous évaluons leur rendement selon différentes trajectoires de taux d'intérêt, selon diverses conjonctures économiques, selon une combinaison de ces scénarios, alors la réponse est oui.

Je sais que vous vous y connaissez très bien en comptabilité. Les pertes des banques étaient liées à certains facteurs tout à fait uniques, et on peut en dire autant de la façon dont elles évaluent les changements quant aux risques liés aux taux d'intérêt. Ces politiques sont très différentes au Canada. Nos banques évaluent leurs actifs détenus pour fin de liquidités à la valeur du marché, alors la dynamique qui a grandement contribué aux tensions aux États-Unis n'a pas touché le Canada.

Senator Marshall: I recognize that even the Bank of Canada is incurring losses as a result of what we just went through. I'm very concerned about the banking sector, but thank you very much for your answer.

[Translation]

Senator Massicotte: Thank you for being with us today; it is much appreciated. I congratulate you on the way you have managed the Canadian economy. You've done very well so far in terms of controlling inflation, and I wish you luck with the next versions of your forecasts.

My concern is more on the international side and the U.S. side. I don't think the U.S. has had the same success in controlling inflation. They started later than Canada. There were reactions. As a result, the interest rate increase is greater there. Do you think we can be more confident? Should we be concerned that they are a little late? There are many people who wonder if the inflation rate is adequate or if it will go up again. Can this disrupt the national and international order from an economic standpoint? A player like the United States is very important. I'd like to know your position on that.

Mr. Macklem: With respect to the U.S. economy — The Federal Reserve and the Bank of Canada have raised interest rates very quickly. In Canada, inflation is a little bit lower than in the United States. In the U.S., it's about 5%, and in Canada, it was 4.3% in March. The biggest difference is in core inflation, so we need to remove the volatile components of the consumer price index.

In Canada, we're starting to see a decline in our core inflation measures. They were at about 5% and now they're at about 4.7%, 4.8% or 4.9%, so just a little bit below 5%. More recently, last March, we were at 4.5%, 4.6% or 4.7%.

These are 12-month inflation measures. If you look at the three-month core inflation measures, so more recently, they are at about 3.5%. That means the pace has slowed.

In the U.S., those rates are not down yet. They haven't gone down yet. That means there is a slightly faster pace in the United States. To follow up on Senator Loffreda's question, it reflects the fact that they have raised rates more than we have and are in the process of deciding whether they will raise them further. We'll see.

La sénatrice Marshall : Je reconnais que même la Banque du Canada a subi des pertes en raison de ce que nous venons de vivre. Le secteur bancaire est une grande source de préoccupation pour moi, mais je vous remercie énormément de votre réponse.

[Français]

Le sénateur Massicotte : Merci à vous d'être parmi nous aujourd'hui; c'est très apprécié. Je vous félicite pour la façon dont vous avez géré l'économie canadienne. Vous avez eu de très bons résultats jusqu'à présent pour ce qui est de contrôler l'inflation, et je vous souhaite bonne chance pour les prochaines versions de vos prédictions.

Mon inquiétude porte plutôt sur l'aspect international et sur le côté américain. Je crois que les États-Unis n'ont pas obtenu le même succès sur le plan du contrôle de l'inflation. Ils ont commencé plus tard que le Canada. Il y a eu des réactions. Conséquemment, l'augmentation du taux d'intérêt y est plus importante. Pensez-vous qu'on peut être plus confiant? Doit-on s'inquiéter du fait qu'ils sont un peu en retard? Il y a plusieurs personnes qui se demandent si le taux d'inflation est adéquat ou s'il va encore augmenter. Est-ce que cela peut perturber l'ordre national et international du point de vue de l'économie? Un joueur comme les États-Unis, c'est très important. J'aimerais connaître votre position à ce sujet.

M. Macklem : En ce qui concerne l'économie américaine... La Réserve fédérale et la Banque du Canada ont augmenté les taux d'intérêt très rapidement. Au Canada, l'inflation est un peu moindre qu'aux États-Unis. Aux États-Unis, le taux est d'environ 5 %, et il était de 4,3 % au Canada au mois de mars. La différence la plus importante se situe sur le plan de l'inflation fondamentale; il faut donc enlever les composantes volatiles de l'indice des prix à la consommation.

Au Canada, on commence à voir une diminution de nos mesures de l'inflation fondamentale. Elles étaient à environ 5 % et maintenant, elles sont à environ 4,7 %, 4,8 % ou 4,9 %, donc juste un peu sous la barre des 5 %. Plus récemment, en mars dernier, on en était à 4,5 %, 4,6 % ou 4,7 %.

Ce sont des mesures d'inflation sur 12 mois. Si vous examinez les mesures d'inflation fondamentale sur trois mois, donc plus récemment, elles sont à environ 3,5 %. Cela signifie que le rythme est à la baisse.

Aux États-Unis, ces taux ne sont pas encore à la baisse. Ils n'ont pas encore baissé. Cela signifie qu'il y a un peu plus de rythme aux États-Unis. Pour faire suite à la question du sénateur Loffreda, cela reflète le fait qu'ils ont augmenté les taux plus que nous et qu'ils sont en train de décider s'ils vont les augmenter encore. On verra.

So, yes, they may have more work to do. We think that in the U.S. economy, as in ours, growth will be weak. The American consumer was more resilient than most people thought. We were a little bit surprised in the first quarter by the U.S. consumption, but we think it will come down. Our forecast for the U.S. is for very weak growth, not a recession, but there are always risks that it will be more severe than we think. If that happens, it will probably affect Canada, and we'll need to take that into consideration.

We just talked about banking stress. There may be new banking stresses, or new financial stresses, but not banking. It's something that we have to watch closely. As far as the interest rate adjustment, if you have a mortgage or if you're dealing with a bank or not, there will be adjustments to make. There may be some areas that are not prepared well enough.

[English]

The Chair: Thank you very much.

Senator Yussuff: Thank you, both governors, for being here. I'll start with a compliment, which you don't get too often. It's been a long road to get inflation to at least look like we're making progress, and I think that, again, we should thank you for your efforts.

The reality, of course, is that not all of us had to suffer the consequences of inflation. I would say that, without any hesitation, for most people in this room, yes, it's a problem, but it's not a huge problem. For working people, it's a big problem, because grocery prices and housing costs have gone up, and it's still a problem, because if you're on the margins, these two things have a significant impact on their daily lives, as we're seeing in major urban areas. People are still complaining about the fact that food prices are far too high, and if you're renting, of course, with no control on the rental market, people have faced even harsher challenges to figure out how they're going to keep a roof over their head.

In the context of where we're at, the big challenge for people is to figure out how to make up some of the differences they're having to struggle with in their relationship with employer wages, despite the alarming argument that wages are going to rise, folks have been, I think, fairly responsible. We didn't see the 8% wage growth. It did go up for a bit, but it seems to have stabilized.

Donc, oui, il est possible qu'ils aient plus de travail à faire. Nous pensons que, dans l'économie américaine comme dans la nôtre, la croissance sera faible. Le consommateur américain était plus résilient que ce que la majorité des gens pensaient. Nous avons été un peu surpris au premier trimestre par la consommation américaine, mais nous croyons qu'elle va baisser. Notre prévision pour les États-Unis, c'est une croissance très faible, et non pas une récession, mais il y a toujours des risques que cela soit plus sévère que l'on pense. Si cela se produit, cela affectera sans doute le Canada, et on aura besoin de prendre cela en considération.

On vient tout juste de parler des stress bancaires. Il est possible qu'il y ait de nouveaux stress bancaires, ou de nouveaux stress financiers, mais pas bancaires. C'est quelque chose qu'il faut regarder de près. Quant à l'ajustement du taux d'intérêt, si vous avez une hypothèque ou si vous transigez avec une banque ou non, il y aura des ajustements à faire. Il est possible que certains secteurs ne soient pas assez bien préparés.

[Traduction]

La présidente : Merci beaucoup.

Le sénateur Yussuff : Je remercie les deux gouverneurs d'être parmi nous. Je vais commencer par un compliment, ce que vous n'entendez pas souvent. Le chemin a été long afin de rétablir l'inflation à un seuil indiquant que la situation s'améliore, et je crois que, encore une fois, vous méritez qu'on vous remercie pour vos efforts.

Bien entendu, la réalité est que certains d'entre nous n'avons pas eu à souffrir des conséquences de l'inflation. J'avancerais sans aucune hésitation que, pour la plupart des gens dans la salle, oui, c'est un problème, mais qu'il n'est pas de taille. Pour les ouvriers, le problème est énorme, car les prix des aliments et du logement ont augmenté. Le problème persiste, puisque ces deux dépenses ont d'énormes répercussions sur le quotidien des personnes se situant à l'échelon inférieur des revenus, comme nous l'avons constaté dans les grands centres urbains. La population se plaint encore des prix beaucoup trop élevés à l'épicerie. Les locataires, quant à eux, sont confrontés à des difficultés encore plus dures : ils se demandent comment ils continueront à se loger, puisque rien ne contrôle le marché de la location.

Dans le contexte actuel, le grand défi des citoyens est de déterminer comment, avec les salaires versés par les employeurs, ils combleront le manque à gagner. Même si on a entendu l'argument alarmant voulant que les salaires allaient augmenter, les employeurs se sont montrés — je dirais — assez responsables. La prédiction de l'augmentation des salaires de 8 % ne s'est pas concrétisée. Les salaires ont augmenté pendant un certain temps, mais ils semblent s'être stabilisés.

Governor, the big question Canadians are wondering about is whether they should have confidence in where things are at and hoping in their day-to-day lives — the ones that are struggling with this norm that we're able to say we can get back to the place where we don't have to worry about that. I do acknowledge that inflation is very devastating for working people, more so than anybody else, because they're the most vulnerable. Those are the ones I'm concerned about. For those of us in this room, less so. I think it needs to be acknowledged that the impact of inflation has not been the same across the economy, and we need to stress that, because the people who are really struggling are the ones we need to be concerned about.

Mr. Macklem: Thank you for raising that. We are very conscious that inflation is not just about the number. Really, inflation is a generalized increase of prices, and when inflation is generalized the way it has been, there's no way to avoid it. You can be a really prudent shopper, and be very careful, but if everything is going up in price, there's no way around it. And it always hits lower-income Canadians and more vulnerable parts of society harder because they don't have buffers, and the necessities of life — their food, their rent — that's a much bigger proportion of their budget. You can't cut back on those things. Those are not discretionary items. As you've highlighted, this time around, particularly, food prices were very hard hit, and that reflected in part some exceptional circumstances: Russia's unprovoked attack on Ukraine, the pandemic caused big increases in energy prices, shipping and transportation went up and there were a lot of bottlenecks; those things are working their way out.

As the senior deputy indicated, if you look at our *Monetary Policy Report*, we have a chart where we show the input costs for food, relative to the current prices, and you can see the input costs have rolled over; they're still high, but they've rolled over. The grocery store prices have not, really. They've ticked down a bit but are still very high. If you look at the normal lag, we think in the coming months you'll see food price inflation coming down.

Unfortunately, there's a difference between food price inflation coming down, and food prices coming down. Inflation is the rate of increase in the prices. It's better than the alternative of them continuing to go up, but it's not going to entirely solve people's problems.

We are very conscious of that, and, you know, the best way to protect workers from high inflation is to eliminate it, and really, that's what we've been working very hard on, and we are encouraged by the progress. Inflation is coming down pretty quickly right now, and we think it's going to be about 3% this

Monsieur le gouverneur, la question sur les lèvres de tous les Canadiens est de savoir s'ils devraient faire confiance à l'état actuel des choses et s'ils devraient ressentir de l'espoir au quotidien. Je parle des personnes qui ne parviennent pas à atteindre le seuil permettant de ne pas se soucier de l'inflation. Je reconnais que l'inflation est des plus dévastatrices pour les ouvriers, plus que pour quiconque, car ils forment le groupe le plus vulnérable. C'est pour eux, et pas tant pour les personnes dans la salle, que je m'inquiète. Je pense que nous devons admettre que l'incidence de l'inflation n'a pas été égale dans toute l'économie. Il faut le souligner, parce que c'est au sujet des personnes qui se démènent que nous devons nous inquiéter.

M. Macklem : Je vous remercie de soulever cet enjeu. Nous sommes très conscients que l'inflation ne se résume pas à un chiffre. À vrai dire, l'inflation est l'augmentation généralisée des prix et, quand l'inflation se généralise comme c'est le cas depuis un certain temps, on ne peut y échapper. Même les consommateurs les plus prudents ne peuvent éviter de payer le fort prix quand toutes les factures augmentent. Nous le savons : les Canadiens à faible revenu et les groupes de la société les plus vulnérables sont toujours les premiers touchés parce qu'ils n'ont pas de coussins de sécurité. De plus, leurs besoins de base — leurs aliments, leurs loyers — représentent une proportion beaucoup plus importante de leurs budgets. On ne peut réduire sa consommation pour ces besoins. Ce ne sont pas des articles facultatifs. Comme vous l'avez souligné, les aliments ont connu dernièrement une augmentation particulièrement importante, en raison de circonstances exceptionnelles : l'attaque non provoquée de l'Ukraine par la Russie, la montée en flèche des prix de l'énergie en raison de la pandémie; l'augmentation des coûts d'expédition et de transport; et les nombreux goulots d'étranglement. Ces problèmes se résorbent peu à peu.

Comme la première sous-gouverneure l'a indiqué, vous verrez dans notre *Rapport sur la politique monétaire* un tableau montrant les coûts des intrants comparativement aux prix actuels. Ce tableau montre que les coûts des intrants ont faibli; ils sont toujours élevés, mais ils ont commencé à faiblir. Les prix à l'épicerie, eux, n'ont pas vraiment faibli. Ils ont légèrement diminué, mais ils sont toujours très élevés. Si on se fie au décalage normal, nous croyons que l'inflation du prix des aliments diminuera dans les prochains mois.

Malheureusement, il faut faire la distinction entre la diminution de l'inflation du prix des aliments et la diminution du prix des aliments. L'inflation représente le rythme de l'augmentation des prix. C'est mieux que l'autre scénario où les prix continuent à augmenter, mais ce n'est pas ce qui réglera entièrement les problèmes des consommateurs.

Nous sommes très au fait de la réalité et, comme vous le savez, la meilleure façon de protéger les travailleurs d'une forte inflation est de l'éliminer. C'est précisément ce sur quoi nous continuons à travailler avec acharnement, et le progrès constaté nous encourage. L'inflation chute assez rapidement en ce

summer. We are concerned that getting it from 3% back to 2% will take longer, by our own projection, and could be more difficult. Certainly, that's what we're focused on.

We are committed to restoring price stability, as I said earlier, and getting inflation re-centred around 2% so that people don't have to worry about the kinds of big fluctuations in their cost of living that they've had to endure for the last couple years.

Senator Yussuff: We need to get people into the housing market. Owning a home is far better than renting. You have some control and at least you will have some assets at the end of the day. For working people, it is a huge challenge, especially in the big urban centres across the country. It's been absolutely unacceptable.

I live in Toronto. I'm fortunate enough to own my home, but I know that for young people, this is terrible. You need \$500,000 to \$1 million to get into the market, much less to sustain it.

Household debt in the country is the highest we've seen in a long time. I realize that Canadians took this on with the understanding they would use a low interest rate to do so.

The challenge is there, unless we can make a significant impact in the housing market, and especially in urban areas, given that we have an aging population. There is a challenge for young people to see their future in this country. This will take long-term efforts. I know the bank doesn't control this, but obviously we need to think through the challenges that the country is faced with. With an aging population, and trying to get new Canadians to come here with these kinds of prices, it will be a huge challenge for the country going forward. I'd like to hear your perspective.

One piece of positive news — which is not one that you want to reveal — is that, for the first time, pension plans are 150% solvent compared to where they were in the past. There's some good news in the sense that interest rates did go up, which stabilized the pension plan deficit. At the same time, other challenges come with that, and we now have to figure out how to solve some of the bigger questions that the country will be dealing with.

Mr. Macklem: You've raised some big questions. Obviously, monetary policy has a significant effect on the housing market, but the fundamental issue is the supply of housing. We've had

moment, et nous croyons qu'elle se situera à environ 3 % cet été. Nous sommes inquiets de notre propre projection qui nous indique qu'il faudra plus de temps pour passer de 3 % à 2 % — là où elle se situait — et que cette diminution sera plus ardue. C'est sans contredit sur ce plan que nous consacrons notre énergie.

Comme je l'ai dit tout à l'heure, nous sommes résolus à rétablir la stabilité des prix et à ramener l'inflation aux environs de 2 %. La population n'aura ainsi plus à se préoccuper des importantes fluctuations dans le coût de la vie qu'elle subit depuis quelques années.

Le sénateur Yussuff : La population doit pouvoir accéder au marché de l'habitation. Il vaut beaucoup mieux être propriétaire que de louer un logement. La propriété nous donne un certain contrôle et nous garantit des actifs au bout du compte. Pour la classe ouvrière, le défi est gigantesque, surtout dans les grands centres urbains partout au pays. C'est tout à fait inacceptable.

J'habite Toronto. J'ai la chance d'être propriétaire de ma maison, mais je sais que la situation est terrible pour les jeunes. Il faut de 500 000 \$ à 1 million de dollars pour intégrer le marché, et beaucoup moins d'argent pour ensuite pouvoir y rester.

La dette des ménages a atteint un sommet inégalé depuis longtemps. Je suis conscient que les Canadiens ont contracté leurs dettes en pensant qu'ils tireraient profit d'un faible taux d'intérêt pour les rembourser.

Voilà où se situe le problème, à moins de pouvoir grandement changer la donne dans le marché de l'habitation, et surtout dans les centres urbains, compte tenu du vieillissement de la population. Les jeunes ont du mal à se projeter dans l'avenir dans ce pays. Il faudra déployer des efforts de longue haleine. Je sais que la banque ne contrôle pas ce volet, mais nous devons de toute évidence venir à bout des difficultés qui hantent ce pays. L'avenir de notre pays sera criblé de défis étant donné le vieillissement de la population et la difficulté avec laquelle on essaiera de faire venir de nouveaux Canadiens dans un environnement où les prix sont aussi élevés. J'aimerais entendre votre perspective.

Nous avons appris une bonne nouvelle, qui n'est pas le type de nouvelle qu'on veut révéler : pour la première fois, les régimes de pension sont solvables dans une proportion de 150 % comparativement à leur solvabilité par le passé. Les taux d'intérêt ont augmenté, ce qui a stabilisé le déficit des régimes de pension; on peut donc y voir une bonne nouvelle. Or, la situation entraîne aussi d'autres défis, et il nous faut maintenant déterminer comment résoudre certaines des questions les plus déterminantes qui nous tenailleront au pays.

M. Macklem : Vous soulevez des questions lourdes de sens. Bien entendu, la politique monétaire a une incidence considérable sur le marché de l'habitation, mais l'enjeu

low interest rates and high housing prices. Now interest rates have moved up and housing prices have come down, on a national basis, about 15%, but now the mortgage costs are higher. Affordability was bad when we had low interest rates and the affordability is bad when we have high interest rates. Monetary policy is not going to solve this problem.

We certainly take the housing market into account when we're doing our projections and considering what we need to do to get inflation back to target and what the impact is on the real economy. The housing sector is one part of a bigger economy, and we don't have tools to target it specifically. The fundamental issue is supply.

We haven't talked about this much, but immigration has come back up significantly. That is helping on the labour side. We've had intense labour shortages. If you talk to businesses, they're starting to feel like they're able to hire. We're seeing some pretty good employment growth numbers and vacancies are coming down a bit. But, of course, people coming to Canada will need houses. There is an underlying demand for housing, even as the housing market has weakened.

The only thing I can say is that it is good to see that we've now got all levels of government — municipal, provincial, federal — talking to each other and looking at the supply side together. I don't think there will be a quick solution to this problem, but it does require some focus.

The Chair: Thank you very much.

Before we move on to our next round, I want to get a bit of a response from you. Over the last few weeks, maybe even months, this committee has been looking at the question of business investment in Canada or the lack thereof. You have said today — and in other places publicly — that in terms of the state of the economy, monetary policy alone won't do the job, and I think everybody agrees.

The other big partner in this is the private sector, which, as we have heard from many witnesses, is sitting on their hands because there's uncertainty. From government, we have — “chaotic” was the word a witness used yesterday, or at least untargeted spending.

You've got those two players in the economic equation and, as you say, you've got a limited tool with which to work. What would you need from those other two partners to help you to get your job done?

fondamental est l'offre de logements. Pendant un certain temps, les taux d'intérêt étaient faibles et les prix de l'immobilier, élevés. Les taux d'intérêt ont maintenant augmenté, et les prix de l'immobilier ont diminué, au niveau national, d'environ 15 %. Il faut toutefois composer avec des coûts hypothécaires plus élevés. Les prix n'étaient pas abordables quand les taux d'intérêt étaient faibles, et ils ne le sont toujours pas maintenant que les taux d'intérêt sont élevés. La politique monétaire ne réglera pas ce problème.

Nous prenons le marché de l'habitation en considération lorsque nous formulons nos projections et lorsque nous évaluons les mesures à prendre pour ramener l'inflation à la cible ainsi que les répercussions sur l'économie réelle. Le secteur de l'habitation représente une partie de l'ensemble de l'économie, et nous n'avons pas les outils pour le cibler isolément. L'offre constitue l'enjeu fondamental.

Nous n'en avons pas beaucoup parlé, mais l'immigration connaît une importante recrudescence, ce qui est bénéfique du côté de la main-d'œuvre. Nous avons connu d'importantes pénuries de main-d'œuvre. Les entrepreneurs vous diront qu'ils commencent à avoir l'impression de pouvoir recruter du personnel. Le marché de l'emploi croît bien, et le nombre de postes vacants commence à légèrement diminuer. Toutefois, les nouveaux arrivants auront bien entendu besoin de maisons. La demande en logements est sous-jacente, même si le marché du logement a faibli.

Tout ce que je peux dire, c'est qu'il est bon de voir que tous les niveaux de gouvernement — municipal, provincial, fédéral — se parlent et examinent ensemble l'offre. Je ne pense pas qu'il y aura une solution rapide à ce problème, mais il faut s'y attarder.

La présidente : Je vous remercie.

Avant que nous passions à la prochaine série de questions, j'aimerais obtenir une réponse de votre part. Au cours des dernières semaines, voire des derniers mois, ce comité se penche sur la question de l'investissement des entreprises au Canada et l'absence d'investissement. Vous avez dit aujourd'hui — et vous l'avez dit publiquement ailleurs — qu'en ce qui concerne l'état de l'économie, la politique monétaire ne suffira pas à elle seul, et je pense que tout le monde est d'accord.

L'autre grand partenaire est le secteur privé qui, comme de nombreux témoins l'ont dit, reste les bras croisés en raison de l'incertitude qui règne. Du côté du gouvernement, nous avons une situation « chaotique », comme l'a dit un témoin hier, ou du moins des dépenses non ciblées.

Vous avez ces deux acteurs dans l'équation économique et, comme vous le dites, vous avez un outil de travail limité. De quoi auriez-vous besoin de la part de ces deux autres partenaires pour vous aider à accomplir votre travail?

Mr. Macklem: Weak productivity growth has been a long-standing, chronic problem in Canada. We're very good at growing by adding to the labour force. We've done very well on labour market participation, and particularly female participation. The participation rate of mothers is still going up, which is adding to the labour force. As I mentioned, immigration is also adding new workers. Companies are using the Temporary Foreign Worker Program. We're good at growing the economy by adding to the labour force and getting more people to participate in the labour force. That's in relation to the number of workers.

The other piece is the output per worker, or productivity. That's the area where we've struggled. There have been many studies, and you've been studying it.

We know that one of the best predictors of productivity growth is business investment, particularly business investment in ICT, or information and communications technology, and R&D. Our business investment, particularly in ICT, is low. The next question is why that is the case, and that's what you're looking at.

There are a number of reasons. None of them have simple solutions. Part of it is that smaller companies tend to invest less than bigger companies, and we have a lot of smaller companies, so it's partly the structure of the economy.

The other thing we know is that export-oriented companies tend to invest more and tend to have higher productivity growth. Of course, they're exposed to international competition. This suggests — to one of the previous questions — that part of the problem may be competition.

In terms of commercialization, we're great at inventing things in Canada, but where we struggle is in commercializing them and turning them into scaled businesses. The start-up community has become much more vibrant in the last 15 years or so, but getting those start-ups to scale up to big companies is where we still need to do some work.

As one of the senators mentioned, when you talk to international investors, you often hear, "We love Canada. We'd love to invest more in Canada, but the regulatory approvals are taking too long."

Those are all things that I think need attention and that we need to work on. As you mentioned, they're not really things that we can work on from a monetary policy perspective.

M. Macklem : Une faible croissance de la production est un problème chronique de longue date au Canada. Nous sommes très doués pour la croissance en augmentant la main-d'œuvre. Nous avons obtenu de très bons résultats en ce qui concerne la participation au marché du travail, et plus particulièrement la participation des femmes. Le taux de participation des mères continue d'augmenter, ce qui accroît la population active. Comme je l'ai mentionné, l'immigration augmente aussi le nombre de nouveaux travailleurs. Les entreprises ont recours au Programme des travailleurs étrangers temporaires. Nous réussissons à faire croître l'économie en augmentant la main-d'œuvre et en amenant davantage de personnes à participer au marché du travail.

Il y a aussi le rendement des travailleurs, ou la productivité. C'est le secteur qui nous a donné du fil à retordre. De nombreuses études ont été réalisées, et vous avez examiné la question.

Nous savons que l'un des meilleurs indicateurs de la croissance de la productivité est l'investissement des entreprises, en particulier dans les TIC, ou technologies de l'information et des communications, et en R-D. Nos investissements dans les entreprises, plus particulièrement dans les TIC, sont faibles. La prochaine question est de savoir pourquoi il en est ainsi, et c'est ce que vous examinez.

Il y a un certain nombre de raisons. Aucune n'a de solutions simples. C'est en partie parce que les entreprises de plus petite taille ont tendance à investir moins que les grandes sociétés, et nous avons de nombreuses entreprises de plus petite taille, si bien que c'est en partie la structure de l'économie.

Nous savons également que les entreprises axées sur l'exportation ont tendance à investir davantage et à avoir une croissance de la productivité plus élevée. Bien entendu, elles sont exposées à la concurrence internationale. Cela porte à croire — pour répondre à l'une des questions précédentes — qu'une partie du problème pourrait être la concurrence.

En ce qui concerne la commercialisation, nous sommes très doués pour inventer des choses au Canada, mais nous avons du mal à les commercialiser et à les transformer en entreprises à grande échelle. La communauté des entreprises en démarrage est devenue beaucoup plus dynamique au cours des 15 dernières années environ, mais il nous reste encore du travail à faire pour convertir ces entreprises en démarrage en grandes entreprises.

Comme l'un des sénateurs l'a mentionné, quand vous discutez avec des investisseurs internationaux, vous les entendez souvent dire, « Nous aimons le Canada et nous aimerions investir davantage au Canada, mais les approbations réglementaires prennent trop de temps ».

Ce sont là toutes des choses qui, à mon avis, méritent notre attention et sur lesquelles nous devons travailler. Comme vous l'avez mentionné, ce ne sont pas vraiment des choses sur

We do have some advantages in this country. I mentioned the trade agreements. We have a great labour force, a lot of talent and a good education system. We have new immigrants and we're good at integrating them into the economy. We need to double down on those advantages and then work on the areas where we're weak.

Our mandate is to provide low, stable inflation. That doesn't solve those problems directly, but it creates a foundation and environment where foreign investors look at Canada and say, "This is a country that has their monetary policy in order. It has a good financial system and a stable monetary system. That's the kind of place where we want to invest." For businesses here in Canada, it gives them the confidence and certainty so that they can plan going forward. It is a big question and something we've struggled with for a long time.

The Chair: I have one quick follow-up on that: As recently as last night, we heard testimony that looking at wealth creation through job creation is an old model. We do have a lot of start-ups, but we sell; we don't own the intellectual property. We've been hearing this. To look at it merely in terms of the number of jobs created is not a model that will get us from point A to point B.

Mr. Macklem: I would agree with that. Immigration is adding to the labour force and increasing the participation rate, but those things are just offsetting the aging of society and the declining growth of our labour force. Against that background, if we want to sustain the kind of growth we've had, the only alternative is productivity growth. We have to get productivity growth up, or our growth rate will be going down.

The Chair: Thank you very much for answering that for us.

[Translation]

Senator Bellemare: I'm going to continue in the same vein as the chair on the work that we do. Listening to you, one concludes that there are major limits to the use of monetary policy in terms of price stability as opposed to all the other objectives.

We need bread and butter on the table. We need jobs, but also growth and stability. I would like to hear you talk about France where, in the context of the problems linked to inflation, there have been winners. The government, through consumption taxes, has gained a little with inflation. There are companies that win

lesquelles nous pouvons travailler du point de vue de la politique monétaire.

Nous avons quelques avantages dans ce pays. J'ai mentionné les accords commerciaux. Nous avons une excellente main-d'œuvre, beaucoup de talents et un bon système d'éducation. Nous avons de nouveaux immigrants et nous réussissons bien à les intégrer dans l'économie. Nous devons nous appuyer sur ces avantages et travailler sur les secteurs où nous avons des faiblesses.

Notre mandat consiste à assurer une inflation faible et stable. Cela ne résout pas directement ces problèmes, mais cela crée une base et un environnement où les investisseurs étrangers regardent le Canada et disent: « C'est un pays qui a mis de l'ordre dans sa politique monétaire. Il est doté d'un bon système financier et d'un système monétaire stable. C'est le genre d'endroit où nous voulons investir. » Pour les entreprises ici au Canada, cela leur donne la confiance et la certitude qu'elles pourront planifier l'avenir. C'est une question importante, qui nous préoccupe depuis longtemps.

La présidente : J'ai une question complémentaire rapide à poser. Pas plus tard qu'hier soir, nous avons entendu un témoignage selon lequel la création de richesse par la création d'emplois est un vieux modèle. Nous avons beaucoup d'entreprises en démarrage, mais nous vendons; nous ne possédons pas la propriété intellectuelle. C'est ce que nous avons entendu. Envisager les choses uniquement en tenant compte du nombre d'emplois créés n'est pas un modèle qui nous permettra d'aller du point A au point B.

M. Macklem : Je souscris à ce que vous dites. L'immigration augmente la population active et le taux de participation, mais ces éléments ne font que compenser le vieillissement de la société et le déclin de la croissance de notre population active. Dans ce contexte, si nous voulons maintenir le type de croissance que nous avons connu, la seule option est la croissance de la productivité. Nous devons augmenter la croissance de la productivité, sinon notre taux de croissance diminuera.

La présidente : Je vous remercie d'avoir répondu à cette question pour nous.

[Français]

La sénatrice Bellemare : Je vais continuer dans la même veine que la présidente sur les travaux que l'on fait. En vous écoutant, on constate qu'il y a des limites majeures à l'utilisation de la politique monétaire pour ce qui est de la stabilité des prix par opposition à tous les autres objectifs.

On a besoin de pain et de beurre sur la table. Il faut des emplois, mais aussi de la croissance et de la stabilité. Je voudrais vous entendre au sujet de la France où, dans le contexte des problèmes liés à l'inflation, il y a eu des gagnants. Le gouvernement, par le biais des taxes à la consommation, a gagné

with inflation. France decided to lower taxes, to help the economy and to remedy inflationary wage pressures. What do you think about using fiscal policy to accompany a monetary policy that, if it is too restrictive and very unstable, will hurt investment prosperity?

Mr. Macklem: We deal with monetary policy. It's the legislature and the Senate that are responsible for fiscal policy. I'm going to let them make those decisions. There are all kinds of government priorities and there are different choices to be made. It is not our mandate to make those decisions or even to give advice.

I'd like to say two things, though, because if the decisions affect inflation, that's part of our job. Governments around the world, like Canada's, want to protect their citizens from inflation, especially the most vulnerable and low-income people. They are greatly affected, and there are good reasons to protect them.

I think the IMF's advice on this is very good: If you do this, make sure it's temporary and targeted to the people who really need it. As Senator Yussuff said, it's not the people around this table. It's the people who really need it that we want to target with this support, and it has to be temporary. We are committed to reducing inflation. This is a temporary situation. When inflation is low, we don't need these protections. The best way to protect citizens from inflation is to eliminate it.

The other thing is that you need a period of low growth to give supply enough time to catch up with demand, and to better balance supply and demand to reduce downward pressure.

In Canada, we raised interest rates quickly to reduce these inflationary pressures. If the government spends too much, it will go in the other direction and there will be more work to do in terms of monetary policy. So it's important to have some consistency between the two policies.

[English]

Senator Gignac: I have two questions, but in order to have time for my colleagues, please limit your answer to three or four minutes.

In the fiscal update of the government last fall, Minister Freeland surprised the market when the government decided to cancel the real return bonds. The bond trading association was very surprised, as they expressed in their press release. In the last

un peu avec l'inflation. Il y a des entreprises qui gagnent avec l'inflation. La France a décidé de baisser les impôts, pour aider l'économie et remédier aux pressions salariales inflationnistes. Qu'est-ce que vous pensez de l'utilisation de la politique fiscale pour accompagner une politique monétaire qui, si elle est trop restrictive et très instable, nuira à la prospérité de l'investissement?

M. Macklem : Nous nous occupons de la politique monétaire. C'est le Parlement et le Sénat qui sont responsables de la politique fiscale. Je vais les laisser prendre ces décisions. Il y a toutes sortes de priorités gouvernementales et il y a différents choix à faire. Ce n'est pas notre mandat de prendre ces décisions ou même de donner des conseils.

J'aimerais toutefois dire deux choses, parce que si les décisions affectent l'inflation, cela fait partie de notre travail. Les gouvernements de partout dans le monde, comme celui du Canada, veulent protéger leurs citoyens de l'inflation, surtout les plus vulnérables et les personnes à faible revenu. Celles-ci sont grandement affectées, et il y a de bonnes raisons de les protéger.

Je pense que le conseil du FMI à ce sujet est très bon : si vous faites cela, assurez-vous que ce soit temporaire et ciblé pour les personnes qui en ont vraiment besoin. Comme le sénateur Yussuff l'a dit, ce ne sont pas les personnes qui sont autour de cette table. Ce sont les personnes qui en ont vraiment besoin que l'on veut cibler avec ce soutien, et il faut que ce soutien soit temporaire. Nous sommes déterminés à réduire l'inflation. C'est une situation temporaire. Lorsque le taux d'inflation est bas, nous n'avons pas besoin de ces protections. La meilleure façon de protéger les citoyens contre l'inflation, c'est de l'éliminer.

L'autre élément, c'est qu'on a besoin d'une période de croissance faible pour laisser à l'offre suffisamment de temps pour rattraper la demande, et pour mieux équilibrer l'offre et la demande afin de réduire les pressions à la baisse.

Au Canada, nous avons augmenté les taux d'intérêt rapidement pour réduire ces pressions inflationnistes. Si le gouvernement dépense trop, cela ira dans l'autre direction et il y aura plus de travail à faire pour ce qui est de la politique monétaire. Il est donc important d'avoir une certaine cohérence entre les deux politiques.

[Traduction]

Le sénateur Gignac : J'ai deux questions, mais si je veux laisser du temps à mes collègues, veuillez limiter votre réponse à trois ou quatre minutes.

Lors de la mise à jour financière du gouvernement l'automne dernier, la ministre Freeland a surpris le marché lorsque le gouvernement a décidé d'annuler les obligations à rendement réel. La Bond Trading Association a été très surprise, comme

budget, they talked about the potential abolition of commercial mortgage-backed equities.

What is your role? You have a governance committee. Are you involved in this decision, or is this a Department of Finance call and that's all?

Mr. Macklem: The Bank of Canada has independence from monetary policy. When it comes to issues like the one you raised, the government is basically our client. They take the decisions, and we operationalize the decisions. Decisions on cancelling real return bonds or CMBs — Canada Mortgage Bonds — are decisions of the government. There is a committee of the Bank of Canada and the Department of Finance that does discuss these issues, but the decisions are at the Department of Finance.

Senator Gignac: My second question is an easy one about the fiscal policy role. We know even Ottawa is very divided about the role of fiscal policy on inflation and so on. In your monetary report, you mentioned that compared to January, the fiscal additional measure was \$25 billion more than what it was for this year. That includes provincial and federal. It's 1% of GDP.

Over the last 12 months, did you qualify the fiscal policy as expansionist in contributing to the inflationary pressure?

Mr. Macklem: What we do is take those fiscal projections as given. We take all the federal and provincial budgets, and we put those in our projection. It adds up to about \$25 billion, and you can see the impact: We revised up the contribution to growth from government spending.

If you look at government spending going forward in the projection, the growth rate is 2% or 2.5% of GDP. Potential growth in our projection is about 2%. What that means is that growth in government spending is roughly in line with the growth of potential.

The way I would put it is the government is not contributing to the slowing of the economy and not contributing to relieving price pressures, but at the same time, government spending is not growing considerably above the supply growth of the economy, so they're not getting in the way of getting inflation back to target. You can see in our projection that we do get inflation back to target by the end of 2024.

elle l'a exprimé dans son communiqué de presse. Dans le dernier budget, il a été question de l'abolition potentielle des actions commerciales adossées à des créances hypothécaires.

Quel est votre rôle? Vous avez un comité de gouvernance. Participez-vous à cette décision, ou est-ce le ministère des Finances qui décide et c'est tout?

M. Macklem : La Banque du Canada est indépendante de la politique monétaire. Lorsqu'il s'agit de questions comme celle que vous avez soulevée, le gouvernement est essentiellement notre client. Il prend les décisions et nous les mettons en œuvre. Les décisions relatives à l'annulation des obligations à rendement réel ou des obligations hypothécaires du Canada sont des décisions du gouvernement. Il existe un comité de la Banque du Canada et du ministère des Finances qui discute de ces questions, mais les décisions sont prises par le ministère des Finances.

Le sénateur Gignac : Ma deuxième question est facile et concerne le rôle de la politique fiscale. Nous savons que même Ottawa est très divisé sur le rôle de la politique fiscale sur l'inflation, notamment. Dans votre *Rapport sur la politique monétaire*, vous avez mentionné que, par rapport à janvier, la mesure fiscale supplémentaire était supérieure de 25 milliards de dollars à ce qu'elle était pour cette année. Cela comprend les mesures provinciales et fédérales. C'est 1 % du PIB.

Au cours des 12 derniers mois, avez-vous qualifié la politique fiscale d'expansionniste pour contribuer à la pression inflationniste?

M. Macklem : Nous prenons ces projections fiscales. Nous prenons tous les budgets fédéraux et provinciaux et nous les intégrons dans nos projections. Cela représente environ 25 milliards de dollars, et vous pouvez voir l'incidence : nous avons révisé à la hausse la contribution à la croissance des dépenses publiques.

Si l'on considère les dépenses publiques à l'avenir dans les projections, le taux de croissance est de 2 % ou 2,5 % du PIB. Dans nos projections, la croissance potentielle est d'environ 2 %. Cela signifie que la croissance des dépenses publiques correspond à peu près à la croissance potentielle.

Je dirais que le gouvernement ne contribue pas au ralentissement de l'économie ni à l'atténuation des pressions sur les prix, mais que, parallèlement, la croissance des dépenses publiques n'est pas nettement supérieure à la croissance de l'offre de l'économie, de sorte qu'il ne fait pas obstacle au retour de l'inflation à la cible fixée. Vous pouvez voir dans notre projection que nous ramenons l'inflation à son niveau cible d'ici la fin de l'année 2024.

Senator Gignac: I understand that looking ahead it will not contribute, but is it fair to say that in the last 12 months, they have contributed to stimulate the demand in a significant way? You referred to 3.5%.

Mr. Macklem: For the last half of last year, growth in government spending was running around 3.5%. Certainly, if that had continued, that would be getting in the way of getting inflation back to target.

Senator Gignac: Thank you.

Senator Loffreda: Congratulations once again on your monetary policy. It's starting to show a lot of progress and success. CPI — Consumer Price Index — inflation is still above target but slower. Wage increases and pressures are also slowing and losing momentum. The housing market remains an issue, but price increases are no longer the main concern.

We've covered a lot this morning, but if I were to have a bold prediction on your part, how quickly do you see excess demand turning into excess supply in our economy? How quickly would that lead you to cutting interest rates? Can we say that you're targeting early 2024 for an interest rate cut in order to alleviate the high consumer debt?

I see your reaction, but if not, what keeps you up at night? We've covered a lot of ground this morning. We've talked about consumer demand, geopolitical issues, currency, labour markets, household debt and household markets. What would hinder an interest rate cut in early 2024 and give Canadians some hope?

Mr. Macklem: As I indicated in my opening remarks, there are three things we're really looking at to see if inflation is going to get all the way back to 2%, and it's inflation expectations. Right now, inflation expectations are coming down with actual inflation, but if you go and survey households and businesses, what they tell us is their inflation expectations are still higher than our own forecasts. So they still have some work to do to come down. As long as they're running ahead of our own forecast, that's an upward force.

The declines in inflation we've had are mostly coming from the goods side. Service-price inflation has really not come down yet. That's partly related to wage growth, which has not come down yet. It's running 4% to 5%. Service-price inflation is about 5%.

Le sénateur Gignac : Je comprends que cela ne contribuera pas à l'avenir, mais est-il juste de dire qu'au cours des 12 derniers mois, elles ont contribué à stimuler la demande de manière significative? Vous avez parlé de 3,5 %.

M. Macklem : Au cours de la dernière moitié de l'année dernière, la croissance des dépenses publiques se situait autour de 3,5 %. Il est certain que si cette tendance s'était poursuivie, elle aurait fait obstacle à ce que l'inflation revienne à la cible fixée.

Le sénateur Gignac : Je vous remercie.

Le sénateur Loffreda : Je vous félicite à nouveau pour votre politique monétaire. Elle commence à montrer beaucoup de progrès et de succès. L'IPC, l'Indice des prix à la consommation, est toujours supérieur à l'objectif, mais il ralentit. Les augmentations et les pressions salariales ralentissent également et perdent de la vitesse. Le marché du logement reste un problème, mais les augmentations de prix ne sont plus la principale préoccupation.

Nous avons abordé de nombreux sujets ce matin, mais si je vous demandais de faire une prédiction audacieuse, à quelle vitesse pensez-vous que la demande excédentaire se transformera en offre excédentaire dans notre économie? À quelle vitesse cela vous amènerait-il à réduire les taux d'intérêt? Pouvons-nous dire que vous visez le début de l'année 2024 pour une réduction des taux d'intérêt afin d'alléger l'endettement élevé des consommateurs?

Je vois votre réaction, mais si ce n'est pas le cas, qu'est-ce qui vous empêche de dormir? Nous avons abordé de nombreux sujets ce matin. Nous avons parlé de la demande des consommateurs, des enjeux géopolitiques, de la monnaie, des marchés du travail, de l'endettement des ménages et des marchés des ménages. Qu'est-ce qui empêcherait une baisse des taux d'intérêt au début de 2024 et donnerait de l'espoir aux Canadiens?

M. Macklem : Comme je l'ai mentionné dans ma déclaration liminaire, il y a trois choses que nous examinons pour vérifier si l'inflation va revenir à 2 %, et il s'agit des anticipations d'inflation. À l'heure actuelle, les anticipations d'inflation diminuent avec l'inflation réelle, mais si vous interrogez les ménages et les entreprises, ce qu'ils nous disent, c'est que leurs anticipations d'inflation sont encore plus élevées que nos propres prévisions. Il reste donc du travail à faire pour les faire baisser. Tant qu'elles dépassent nos propres prévisions, c'est une force ascendante.

Les baisses de l'inflation que nous avons enregistrées concernent principalement les biens. L'inflation des prix des services n'a pas encore vraiment diminué. C'est en partie lié à la croissance des salaires, qui n'a pas encore diminué. Elle se situe entre 4 et 5 %. L'inflation des prix des services est d'environ 5 %.

If you're going to get to 2% inflation, you have to see that service-price inflation come down. We've already talked quite a bit about corporate pricing behaviour. It is starting to normalize. Price increases are not as frequent or as big. But if you look at the distribution of price changes, it is probably halfway back to normal. It is moving in the right direction, but it's not there yet.

What worries us is that — we're pretty confident inflation is coming down to 3%, but we're worried that getting it from 3% to 2% could be tough and it could get stuck. And that's why, yes, if we see that's happening, we would likely have to raise interest rates again to get it back to 2%.

With respect to this issue around cutting interest rates, the reason I was smiling is that we do not decide now what we're going to do for interest rates six months from now. We will decide in six months when we have the best information. I did say on the day of the press conference that the market at that time, actually — and now it has kind of priced it out — had built in some interest rate cuts this year. We did say that given that we've got to see quite a bit more progress on these things, interest rate cuts this year didn't seem like the most likely scenario to us. We will take those decisions when we get there, but there may be a need to keep interest rates elevated for a period to get inflation all the way back to target.

We are not deciding on those interest rates today, but we're trying to be very clear on what things we're watching that are going to be important for our decision, and everybody else can see those too.

The Chair: Thank you.

Senator Simons: I asked my last question about interest rates from the point of view of a mortgage holder. Now I want to ask it from the point of view of a bank. We've seen in the last little while banks having longer and longer amortization periods for the mortgages they are holding because of these interest rate hikes. Someone has just kindly forwarded me an article that says:

Major lenders like RBC, BMO, and CIBC are seeing sharply higher percentages of their mortgage portfolios with amortization periods north of 30 years. None of those banks had mortgages with amortization periods over 30 years in October 2021. As of the fourth quarter . . . 30% of their mortgage portfolios had amortization rates above 30 years.

Pour parvenir à une inflation de 2 %, il faut que l'inflation des prix des services diminue. Nous avons déjà beaucoup parlé du comportement des entreprises en matière de tarification. Il commence à se normaliser. Les augmentations de prix ne sont plus aussi fréquentes ni aussi importantes. Mais si vous regardez la distribution des changements de prix, elle est probablement à mi-chemin du retour à la normale. Les choses évoluent dans la bonne direction, mais il reste du chemin à faire.

Ce qui nous préoccupe, c'est que... nous avons bon espoir que l'inflation va descendre à 3 %, mais nous craignons qu'il soit difficile de la faire passer de 3 à 2 % et qu'elle stagne. Et c'est pourquoi si nous constatons que c'est ce qui se produit, nous devrons probablement augmenter à nouveau les taux d'intérêt pour ramener l'inflation à 2 %.

En ce qui concerne la réduction des taux d'intérêt, la raison pour laquelle je souriais est que nous ne décidons pas maintenant de ce que nous allons faire pour les taux d'intérêt dans six mois. Nous déciderons dans six mois lorsque nous disposerons des meilleures données possibles. J'ai dit le jour de la conférence de presse que le marché, à ce moment-là — et il est maintenant en quelque sorte exclu —, avait intégré des réductions de taux d'intérêt cette année. Nous avons dit qu'étant donné qu'il nous faut encore beaucoup de progrès dans ces domaines, une réduction des taux d'intérêt cette année ne nous semblait pas être le scénario le plus probable. Nous prendrons des décisions en temps voulu, mais il pourrait être nécessaire de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé pendant un certain temps afin de ramener l'inflation à son niveau cible.

Nous ne prenons pas de décision sur ces taux d'intérêt aujourd'hui, mais nous essayons d'être très clairs sur les éléments que nous observons et qui seront importants pour notre décision, et tout le monde peut les voir aussi.

La présidente : Je vous remercie.

La sénatrice Simons : J'ai posé ma dernière question sur les taux d'intérêt du point de vue d'un créancier hypothécaire. J'aimerais maintenant la poser du point de vue d'une banque. Ces derniers temps, nous avons vu les banques allonger de plus en plus les périodes d'amortissement des prêts hypothécaires qu'elles détiennent en raison de ces hausses de taux d'intérêt. Quelqu'un vient de me faire parvenir un article dans lequel on peut lire ceci :

Les grands prêteurs tels que la RBC, la BMO et la CIBC enregistrent des pourcentages nettement plus élevés de leurs portefeuilles d'hypothèques avec des périodes d'amortissement supérieures à 30 ans. Aucune de ces banques n'avait d'hypothèque avec une période d'amortissement supérieure à 30 ans en octobre 2021. Au quatrième trimestre... 30 % de leurs portefeuilles hypothécaires avaient des taux d'amortissement supérieurs à 30 ans.

To follow up on Senator Yussuff's and Senator Marshall's question, how concerned are you about the stability of banks? You know, I have a friend in Toronto who thought her housing situation was very stable. She has had to take in a paying boarder because of the changes in her mortgage rates.

I was thinking like a consumer, but if I'm thinking like a bank president or if I am thinking like the Governor of the Bank of Canada, how concerned should we be about the impact of potential shocks to the housing markets, especially in the insanely overheated markets in Toronto and Vancouver? What's the downfall on banks?

Ms. Rogers: Again, I will encourage you to pose these questions to the Superintendent of Financial Institutions when he comes to see you next week.

Senator Simons: We will.

Ms. Rogers: I will give you my perspective, and hopefully it won't be too different from what he tells you.

Mortgages make up a big chunk of our banks' balance sheets, and one thing that is unique about Canadian banks is they tend to keep mortgages on their balance sheet. That says a couple of things. One is that they think it is a good risk to take. Canadians pay their mortgages. If you talk to bankers, they will always tell you that Canadians will go to great lengths to make sure they can pay their mortgages.

The regulation around mortgages in Canada is also very strong. One of the key differences is we have always put a lot of focus on debt serviceability versus just collateral value. So our regulation and underwriting that you find in Canadian banks, generally and specifically on mortgages, doesn't rely solely on the fact of the loan-to-value ratio or the fact that house prices continue to appreciate. We have always put a lot of focus on debt serviceability.

I remember several years back, in a previous job, talking to this committee about what is called Guideline B-20, the regulatory guideline for banks' underwriting standards for mortgages. That is where we implemented the stress test here in Canada, several years back, when interest rates were very low, for exactly this type of scenario and for the eventuality that interest rates would go up, and we didn't want borrowers stretched to the point that they could not absorb an increase in interest rates.

Pour faire suite à la question du sénateur Yussuff et de la sénatrice Marshall, dans quelle mesure êtes-vous préoccupée par la stabilité des banques? Vous savez, j'ai une amie à Toronto qui pensait que sa situation de logement était très stable. Elle a dû prendre un pensionnaire à cause des changements dans les taux de son hypothèque.

Je pensais comme un consommateur, mais si je pense comme un président de banque ou comme le gouverneur de la Banque du Canada, dans quelle mesure devrions-nous nous inquiéter de l'incidence des bouleversements potentiels sur les marchés du logement, en particulier sur les marchés en surchauffe à Toronto et à Vancouver? Quelle est l'incidence négative sur les banques?

Mme Rogers : Encore une fois, je vous encourage à poser ces questions au surintendant des institutions financières lorsqu'il viendra vous voir la semaine prochaine.

La sénatrice Simons : Nous le ferons.

Mme Rogers : Je vais vous donner mon point de vue, et j'espère qu'il ne sera pas trop différent de ce qu'il vous dira.

Les prêts hypothécaires représentent une part importante du bilan de nos banques, et l'une des particularités des banques canadiennes est qu'elles ont tendance à conserver les prêts hypothécaires dans leur bilan. Cela signifie plusieurs choses. La première est qu'elles pensent que c'est un bon risque à prendre. Les Canadiens paient leurs hypothèques. Si vous parlez aux banquiers, ils vous diront toujours que les Canadiens se donnent beaucoup de mal pour s'assurer qu'ils peuvent payer leurs hypothèques.

La réglementation relative aux prêts hypothécaires au Canada est également très stricte. L'une des principales différences est que nous avons toujours mis l'accent sur le service de la dette plutôt que sur la valeur de la garantie. Ainsi, la réglementation et la souscription que l'on trouve dans les banques canadiennes, en général et en particulier pour les prêts hypothécaires, ne reposent pas uniquement sur le rapport prêt-valeur ou sur le fait que les prix de l'immobilier continuent à augmenter. Nous avons toujours mis l'accent sur le service de la dette.

Je me souviens qu'il y a plusieurs années, dans le cadre d'un emploi précédent que j'occupais, j'ai parlé à ce comité de ce qu'on appelle la Ligne directrice B-20, la ligne directrice réglementaire pour les normes de souscription des banques pour les prêts hypothécaires. C'est là que nous avons mis en œuvre le test de résistance ici au Canada, il y a plusieurs années, lorsque les taux d'intérêt étaient très bas, exactement pour ce type de scénario et pour l'éventualité que les taux d'intérêt augmentent, et nous ne voulions pas que les emprunteurs soient à bout de ressources au point de ne pas pouvoir absorber une augmentation des taux d'intérêt.

Now we've had a significant increase in interest rates, and particularly in a market where housing prices are high, that does mean that borrowers have stretched. It is something that we watch closely and something that OSFI watches closely.

The numbers in that article don't sound quite accurate to me, that 30% of mortgages have amortization over 30 years.

Senator Simons: It is from a magazine called *Canadian Mortgage Trends*.

Ms. Rogers: You have to be careful with some of these numbers, whether they are talking about stock or flow, things like that — the number of new mortgages being written versus the number of total mortgages in the system.

Again, we were just speaking with some of the large banks last week. We were asking exactly these questions: How are you dealing with these situations? They said that they are working with borrowers, and that is a good thing. You don't want borrowers to be stretching amortizations or paying only interest. That's not a sustainable thing over the long term, so it is something we will keep our eye on, for sure.

Senator Marshall: I'm hearing stories from a lot of young people stretching their amortization period and capitalizing their interest into the loan balance. But the question I have for you is about a proposed amendment in the Bank of Canada Act in this year's budget. Have you looked at it? Have you looked at the amendment? Did you participate in the formulation of the amendment? Do you support the amendment? It is to your act, the Bank of Canada Act. There is an amendment in the budget.

Mr. Macklem: Is this the one to deal with the losses?

Senator Marshall: It is the one to deal with the loss. But my question is: Have you looked at it? Do you agree with it, do you need it —

Mr. Macklem: Yes, we looked at it. We discussed it with them ahead of time too.

Senator Marshall: — and are there any unintended consequences?

Mr. Macklem: No, it is a good solution.

Senator Marshall: You have seen it, have you?

Ms. Rogers: Oh, yes.

Les taux d'intérêt ont augmenté considérablement, et en particulier sur un marché où les prix de l'immobilier sont élevés, ce qui signifie que les emprunteurs sont à bout de ressources. C'est une situation que nous surveillons de près et que le BSIF surveille de près.

Les chiffres dans cet article ne me semblent pas tout à fait exacts, à savoir que 30 % des prêts hypothécaires sont amortis sur 30 ans.

La sénatrice Simons : Il est paru dans une revue intitulée *Canadian Mortgage Trends*.

Mme Rogers : Il faut être prudent avec certains de ces chiffres, qu'il s'agisse de l'inventaire ou des flux, entre autres choses, ou du nombre de nouveaux prêts hypothécaires souscrits par rapport au nombre total de prêts hypothécaires dans le système.

Encore une fois, nous avons discuté avec des représentants de certaines grandes banques la semaine dernière. Nous leur avons posé les mêmes questions : Comment gérez-vous ces situations? Ils ont dit qu'ils travaillaient avec les emprunteurs, et c'est une bonne chose. Il ne faut pas que les emprunteurs allongent leurs amortissements ou ne paient que des intérêts. Ce n'est pas une solution durable à long terme, alors c'est certainement quelque chose que nous garderons à l'œil.

La sénatrice Marshall : De nombreuses jeunes personnes me racontent qu'ils allongent leur période d'amortissement et qu'ils ajoutent leurs frais d'intérêt au solde de leur prêt. Toutefois, la question que j'ai pour vous concerne un amendement proposé à la Loi sur la Banque du Canada dans le budget de cette année. Avez-vous examiné cet amendement? Avez-vous participé à l'élaboration de son libellé? L'appuyez-vous? Il s'agit de votre loi, la Loi sur la Banque du Canada. Il y a un amendement dans le budget.

M. Macklem : Est-ce celui relatif aux pertes?

La sénatrice Marshall : En effet, celui au sujet des pertes. Ma question est la suivante. Avez-vous examiné l'amendement? Y êtes-vous favorable, en avez-vous besoin...

M. Macklem : Oui, nous l'avons examiné. Nous en avons aussi discuté avec eux à l'avance.

La sénatrice Marshall : ... et a-t-il des répercussions non voulues?

M. Macklem : Non, c'est une bonne solution.

La sénatrice Marshall : Vous l'avez vu, n'est-ce pas?

Mme Rogers : Oh, oui.

Mr. Macklem: It is a good solution. Basically, as the senior deputy mentioned, we will have losses for a few years, and then we'll go back to profits, and then we can use those profits to rebuild and fill in those losses, and then we will go back to remitting.

Senator Marshall: You need that amendment, do you? I am not —

Mr. Macklem: Yes.

Senator Marshall: — that familiar with the legislation.

Mr. Macklem: We need the amendment because the way the Bank of Canada Act is set up now, as long as we have net gains, we have to remit them. In the current formulation, we don't have the ability to fill in for the losses. This basically allows the Bank of Canada to deal with its own gains and losses, and —

Senator Marshall: I was thinking that if you have a loss you can't remit anyway. So do you need the amendment?

Mr. Macklem: We need the amendment.

Ms. Rogers: Yes, we do.

Mr. Macklem: As soon as we go back into net gains or profits, we have no ability to restore the net equity. So if you want to get back to positive equity, we have to have the ability to do that.

Senator Marshall: That loss of revenue from the Bank of Canada is hitting the government in the bottom line. You know that, right?

Mr. Macklem: It is. Look, I don't want to minimize this, but in the first part of the pandemic when we were growing our balance sheet rapidly, we remitted an extra \$2.6 billion. So there is a bit of time shifting here.

Senator Marshall: Negative revenue on the government's financial statements looks very odd, yes? Okay. Thank you.

Senator Yussuff: Governor, you know one of the big worries is that there is a likelihood of a recession, more so because the Americans might drag us down that rabbit hole. I'm looking at the numbers. I don't necessarily see it that way, but I may be completely wrong. You folks look at this more intensely than us, where the United States is heading. I just happened to be travelling in the last little bit, and I noticed far more Canadians are on the move, and I assume, for the first time this summer, where the pandemic seems to be a little less restrictive, people

M. Macklem : Il s'agit d'une bonne solution. En gros, comme l'a mentionné la première sous-gouverneure, nous aurons des pertes pendant quelques années, puis nous renouerons avec les profits, après quoi nous pourrions utiliser ces profits pour reconstruire et compenser les pertes, puis nous reprendrions les versements.

La sénatrice Marshall : Vous avez besoin de cet amendement, non? Je ne...

M. Macklem : Oui.

La sénatrice Marshall : ... connais pas très bien la loi en question.

M. Macklem : Nous avons besoin de l'amendement, parce que d'après le fonctionnement actuel de la Loi sur la Banque du Canada, si nous dégageons des bénéfices, il nous faut les reverser. Selon le libellé actuel, nous ne sommes pas habilités à compenser les pertes. L'amendement permet à la Banque du Canada de gérer ses propres profits et pertes, et...

La sénatrice Marshall : Je me disais que si vous essayez une perte, vous ne pouvez pas faire de versement de toute façon. Alors, avez-vous besoin de cet amendement?

M. Macklem : Nous en avons besoin.

Mme Rogers : Oui, en effet.

M. Macklem : Dès que nous inscrivons des bénéfices ou des profits, nous ne sommes pas habilités à rétablir les capitaux propres nets. Alors si l'on veut retrouver des capitaux propres positifs, nous devons être habilités à le faire.

La sénatrice Marshall : Cette perte de revenus de la Banque du Canada affecte les résultats du gouvernement du Canada. Vous le savez, n'est-ce pas?

M. Macklem : En effet. Écoutez, je ne veux pas minimiser l'importance de la question, mais dans la première partie de la pandémie, alors que notre bilan affichait une croissance rapide, nous avons versé 2,6 milliards de dollars supplémentaires. Il s'agit d'un changement de cycle.

La sénatrice Marshall : Il est très étrange de voir des revenus nets négatifs sur le bilan financier du gouvernement, n'est-ce pas? D'accord. Merci.

Le sénateur Yussuff : Monsieur le gouverneur, vous savez que la probabilité d'une récession est l'une des grandes inquiétudes, encore plus en raison des Américains, qui pourraient nous entraîner sur leur pente glissante. Je vois les chiffres. Je ne vois pas nécessairement la situation de cette façon, mais j'ai peut-être complètement tort. Votre équipe examine la situation des États-Unis beaucoup plus attentivement que nous. Il se trouve que j'ai voyagé récemment, et j'ai remarqué que beaucoup plus de Canadiens voyagent aussi. Je présume que,

are making all kinds of plans to go places. Is the general assumption that we're not there, and it is just a lot of people speculating about what the consequences might be?

Mr. Macklem: I have a couple of comments. In the second part of your question you talked about Canadians travelling. We are seeing that goods recovered much more quickly in the pandemic because you could buy goods even when you were in lockdown, but you couldn't enjoy many services until the economy reopened. Canadians are still catching up on some of those services that they couldn't consume. That has something to do with why the economy is still in excess demand.

Getting back to your question, Senator Loffreda, we expect the economy to move into modest excess supply sometime in the second half of this year, but right now we're still in excess demand and that's putting upward pressure on the prices of services. I get it. Canadians missed out on that stuff and they want to catch up, but that is creating ongoing price pressure on services. That's the part that hasn't come off yet.

We're not forecasting a recession. We're forecasting very weak growth, but it is slightly positive. When you are forecasting small positives, you can't rule out you are going to get small negatives too.

It's not going to feel great either way. It's going to be weak growth, but as I said earlier, that's not what people think of emotionally. When you say the word "recession," people think of big job losses and a big decline in the economy. That's not what we're forecasting. We have inflation coming back to our target with weak but slightly positive growth. It might end up being weak with slightly negative growth, but it is not a recession.

Senator Yussuff: The job numbers in both the U.S. and Canada have been fairly stable, and for that matter, quite robust in the U.S.

Mr. Macklem: Yes, I can speak more to Canada. In the labour market, certainly if you look at the numbers, the unemployment rate hasn't budged from 5%, which is basically a historic low; 4.9% is the historic low, and we're virtually there. At the same time, we have been getting pretty big monthly job growth numbers, and that's partly related to population growth, improved labour market participation and temporary foreign workers. That means that we can probably sustain higher monthly growth rates in employment without creating more excess demand because we have more immigration and more people coming into the economy.

pour la première fois cet été, où nous aurons moins de restrictions attribuables à la pandémie, les gens auront toutes sortes de plans de voyage. De manière générale, faut-il présumer que notre situation n'est pas la même, et qu'il y a simplement beaucoup de spéculation quant aux répercussions possibles?

M. Macklem : J'ai quelques commentaires. Dans la seconde partie de votre question, vous avez parlé des Canadiens qui voyagent. Nous constatons que le secteur des biens s'est rétabli beaucoup plus rapidement pendant la pandémie, parce qu'il était possible d'acheter des biens même pendant le confinement. En revanche, il n'était pas possible de profiter de nombreux services avant que les activités reprennent. Les Canadiens sont encore en rattrapage par rapport à certains de ces services qu'ils n'ont pas pu obtenir. Cela explique en partie pourquoi l'économie connaît encore une demande excédentaire.

Je reviens à votre question, sénateur Loffreda. Nous nous attendons à ce que l'économie affiche une offre excédentaire modeste au cours de la seconde moitié de cette année. Cependant, à l'heure actuelle, nous connaissons encore une demande excédentaire, ce qui exerce une pression à la hausse sur le prix des services. Je comprends cela. Les Canadiens n'ont pas pu en profiter et ils veulent se rattraper, mais cela crée une pression constante sur le prix des services. Il s'agit du phénomène qui ne s'est pas encore estompé.

Nous ne prévoyons pas de récession. Nous prévoyons une croissance très faible, mais légèrement positive. Quand on fait des prévisions légèrement positives, on ne peut pas exclure que les résultats puissent aussi être légèrement négatifs.

Quoi qu'il en soit, la situation ne sera pas reluisante. La croissance sera faible, mais comme je l'ai affirmé plus tôt, ce n'est pas ce que ressent la population. Quand on prononce le mot « récession », la population pense à de vastes pertes d'emplois et à un important déclin de l'économie. Ce n'est pas ce que nous prévoyons. Nous prévoyons un retour de l'inflation à la cible et une croissance faible, mais légèrement positive. Elle sera peut-être, en fin de compte, faible et légèrement négative, mais ce ne sera pas une récession.

Le sénateur Yussuff : Les chiffres de l'emploi aux États-Unis et au Canada sont assez stables et, en réalité, ils sont assez robustes, aux États-Unis.

M. Macklem : Oui, je peux parler davantage de la situation canadienne. Si l'on examine les statistiques du marché de l'emploi, on constate que le taux de chômage de 5 % — un taux historiquement bas — n'a pas bougé. Le taux le plus faible enregistré est de 4,9 %; nous y sommes pratiquement. Parallèlement, les statistiques mensuelles indiquent une assez forte croissance de l'emploi, ce qui s'explique en partie par la croissance de la population, par une plus forte participation au marché de l'emploi et par les travailleurs étrangers temporaires. Cela veut dire que nous pouvons probablement maintenir de hauts taux mensuels de gains d'emplois sans créer davantage de

The other thing I would stress is that if you start an economy in excess demand and you add more supply, that is helpful to relieve some of those labour market pressures, but those people also buy stuff, so you are adding demand. If you start in excess demand and you add supply and demand, you are still in excess demand and there is still work for monetary policy to slow the economy and get inflation down.

Senator Ringuette: You indicated that you have a committee and that you're in constant dialogue with the Department of Finance, and that's great. Given that the housing market has such an impact on inflation, do you entertain regular conversations with the Canada Mortgage and Housing Corporation — CMHC?

Ms. Rogers: Let me clarify that the committee that the governor was referring to is one that we use in our capacity as the government's fiscal agent, but there are other committees that we work with in the Department of Finance on a variety of policy issues.

We do, from time to time, talk to CMHC, yes. As the governor said, we have a whole cacophony of committees that we deal with. There is a committee that oversees OSFI; there is a committee — the Senior Advisory Council, or SAC, as we call it — that deals with policies like housing. CMHC is not an official member of these committees, but if we are talking particularly about housing, they will often be invited to be part of those conversations.

Senator Ringuette: For the sake of transparency, could you supply us with a list of these committees that you are talking about?

Ms. Rogers: Sure. No problem.

Mr. Macklem: There are three main ones. Senator Gignac knows them well. There is one called FISC. Do you remember what it stands for?

Ms. Rogers: Yes, Financial Institutions Supervisory Committee.

Mr. Macklem: That is chaired by the Superintendent of Financial Institutions, Peter Routledge. It includes the Bank of Canada, the Department of Finance, the Canada Deposit Insurance Corporation and FCAC, the Financial Consumer Agency of Canada.

Then there is another committee called SAC, the Senior Advisory Committee — very exciting names — that is chaired by the Deputy Minister of Finance and it has the same members. It deals more with financial vulnerabilities, housing, financial

demandes excédentaires, parce qu'il y a plus d'immigration et plus de travailleurs qui participent à l'économie.

Je souligne aussi que si l'on prend une économie affichant une demande excédentaire et qu'on y ajoute plus d'offres, cela aide à alléger certaines pressions sur le marché de l'emploi, mais ces travailleurs consomment, eux aussi, alors on ajoute de la demande. Si on commence dans un état de demande excédentaire et qu'on ajoute à la fois de l'offre et de la demande, on reste dans une demande excédentaire et il faut faire intervenir davantage la politique monétaire pour ralentir l'économie et juguler l'inflation.

La sénatrice Ringuette : Vous avez indiqué faire partie d'un comité et être en dialogue constant avec le ministère des Finances. C'est très bien. Étant donné que le marché immobilier a eu un tel effet sur l'inflation, tenez-vous des discussions régulières avec la Société canadienne d'hypothèque et de logement, ou SCHL?

Mme Rogers : Laissez-moi préciser que le comité auquel le gouverneur faisait référence est celui dont nous nous servons en notre capacité d'agent financier du gouvernement, mais il existe d'autres comités du ministère des Finances auxquels nous participons sur une variété de questions de politique publique.

De temps en temps, nous discutons, en effet, avec la SCHL. Comme l'a affirmé le gouverneur, nous faisons partie de toute une myriade de comités. L'un supervise le Bureau du surintendant des institutions financières; le Comité consultatif supérieur, ou CCS, s'occupe de politiques liées au logement, par exemple. La SCHL n'est pas officiellement membre de ces comités, mais si nous abordons précisément le logement, elle sera souvent invitée à prendre part à la discussion.

La sénatrice Ringuette : Aux fins de transparence, pourriez-vous nous fournir une liste des comités dont vous parlez?

Mme Rogers : Bien sûr. Aucun problème.

M. Macklem : Il y en a trois principaux. Le sénateur Gignac les connaît bien. Il y a celui nommé CSIF. Vous souvenez-vous du nom complet?

Mme Rogers : Oui, le Comité de surveillance des institutions financières.

M. Macklem : Ce comité est présidé par le surintendant des institutions financières, Peter Routledge. La Banque du Canada, le ministère des Finances, la Société d'assurance-dépôts du Canada et l'Agence de la consommation en matière financière du Canada en font partie.

Il y en a un autre nommé le Comité consultatif supérieur, ou CCS — tous des noms inspirants —, présidé par le sous-ministre des Finances et composé des mêmes membres. Il s'occupe des vulnérabilités financières, du logement, des politiques publiques

sector policy — more policy issues as opposed to FISC, which is supervisory.

Then the other main committee is the one we talked about, the fiscal agent committee, which is actually quite a small committee that deals with debt auctions and debt strategy, those sorts of things.

The Chair: And the Governor-in-Council?

Mr. Macklem: The Governor-in-Council is just the Bank of Canada. She was asking about committees with the Department of Finance.

Ms. Rogers: It's one of the strengths of the Canadian system, I would say, the fact that there's coordination among these different agencies. We call the collection of all of these committees the financial safety net.

The Chair: Thank you.

Senator Marwah: Governor, I hate to ask you another hypothetical question, but this is an easier one.

I want to build on the question that Senator Loffreda had asked, and that's the linkage between the Bank of Canada rate, the federal funds rate and the Canadian dollar. The bigger the gap, the lower the dollar goes, and a lower dollar directly hits food inflation because a significant amount of our food is imported from the United States.

Given that relationship, is there a differential between the Bank of Canada rate and the federal funds rate beyond which you feel you will have to act?

Mr. Macklem: The problem with these hypothetical questions is it depends on all the other stuff that's going on. It depends on why the differential is what it is. It is very hard to answer these questions in the hypothetical.

All I can tell you is it's something that we take into account, but Canada believes in flexible exchange rates, and it is integral to our system. It is what allows the Bank of Canada to take monetary policy decisions in the best interests of Canadians. If we had a fixed exchange rate, basically it would be the U.S. Federal Reserve running monetary policy for Canada. Our economy is different from the U.S. economy. In particular, it has a much bigger commodity sector. Right now, we've got much faster population growth and higher rates of immigration. There are important differences.

In terms of monetary policy, when they raise interest rates, it has a big effect on new home buyers but not as much on current consumers because they have 30-year mortgages. As the senior

du secteur financier — des questions de politique publique, contrairement au CSIF, qui a un mandat de surveillance.

L'autre comité principal est celui dont nous avons parlé, le comité relatif au rôle d'agent financier, un comité assez restreint qui s'occupe d'enjeux comme l'adjudication des titres de la dette et la stratégie de la dette.

La présidente : Et le gouverneur en conseil?

M. Macklem : Le gouverneur en conseil ne concerne que la Banque du Canada. La sénatrice s'enquerrait des comités avec le ministère des Finances.

Mme Rogers : La coordination existante entre ces différents organismes est l'une des forces du système canadien. Nous nommons cette collection de comités le filet de sécurité financière.

La présidente : Merci.

Le sénateur Marwah : Monsieur le gouverneur, je hais vous poser une autre question hypothétique, mais celle-ci est plus facile.

Je veux donner suite à la question qu'a posée le sénateur Loffreda, au sujet du lien entre le taux de la Banque du Canada, le taux des fonds fédéraux et le dollar canadien. Plus l'écart est grand, plus la valeur du dollar descend, et un dollar faible a un impact direct sur l'inflation du prix des aliments, parce qu'une quantité considérable de nos aliments proviennent des États-Unis.

Étant donné le lien existant, y aurait-il une différence entre le taux de la Banque du Canada et le taux des fonds fédéraux au-delà de laquelle vous croyez qu'il vous faudra agir?

M. Macklem : Ces questions hypothétiques posent un problème : la réponse dépend de tout le reste du contexte. Cela dépend des raisons qui expliquent l'écart. Il est très difficile de répondre à ces questions de manière hypothétique.

Tout ce que je peux vous dire, c'est que nous tenons compte de cet indicateur. Mais le Canada croit à la souplesse des taux de change. Cela fait partie intégrante de notre système. C'est ce qui permet à la Banque du Canada de prendre des décisions de politique monétaire dans l'intérêt supérieur des Canadiens. Si nous avions un taux de change fixe, ce serait la Réserve fédérale américaine qui, en gros, établirait la politique monétaire du Canada. Notre économie diffère de l'économie américaine. Plus précisément, son secteur des produits de base est bien plus important. En ce moment, nous avons une croissance de la population bien plus rapide et de plus forts taux d'immigration. Les différences sont importantes.

En ce qui concerne la politique monétaire, quand les États-Unis relèvent leurs taux d'intérêt, cela a une grande incidence sur les nouveaux acheteurs, mais pas tant sur les détenteurs

deputy was explaining — you know well as a former banker — our typical mortgage is five years of some variable rate. As those roll through, those higher rates are getting passed through to households, so monetary policy is probably getting more traction on consumers than it is in Canada. These are all things that are different, and the flexible exchange rate allows us to run monetary policy for Canada.

Yes, we take account of what the exchange rate is doing, and that's part of the transmission of monetary policy, but having a flexible exchange rate is a benefit.

Senator Simons: As an Albertan, I feel it behooves me to ask this question.

At the beginning of the pandemic, oil prices crashed to the point that they were negative numbers. Oil prices have come roaring back up. They have sort of stabilized now between US \$75 to US\$80 for WTI, or West Texas Intermediate. In Alberta, high oil prices are a good thing, but not such a great thing for inflation elsewhere.

What are you projecting when you talk about the volatility of commodity prices and the impact on the Canadian economy? There are swings and roundabouts, depending on where you live in this country.

Mr. Macklem: You will be disappointed with this answer. We don't forecast oil prices, either. We don't forecast the exchange rate or oil prices, so in our projections, we assume that oil prices stay close to where they are. If you look at the futures curve, it is a little below that. Predicting oil prices is very hard, and I think the safest thing to put in our projection — you know the cycles — is to project that wherever it is, it will stay where it is. Obviously, if oil prices come down, inflation of other things that are equal will come down faster.

One of the risks we highlight on the upside is that China is reopening. Their economy is gaining strength. With the reopening in China, the growth has been particularly in the service sector as they've reopened. Their manufacturing sector is not going full bore yet. As it picks up momentum, we could start to see global demand for energy go up, and that could boost oil prices. As you say, that would be good for producers in Alberta, but Canadians would see it on inflation.

Senator Simons: And that would be in Europe, also.

actuels, parce que ceux-ci ont des hypothèques de 30 ans. Comme la première sous-gouverneure l'indiquait — elle s'y connaît, ayant été banquière —, chez nous, un prêt hypothécaire typique dure cinq ans à taux variable. À mesure que ceux-ci arrivent à échéance, les taux plus élevés touchent les ménages. Ainsi, la politique monétaire fonctionne probablement mieux pour les consommateurs qu'ici, au Canada. Tous ces facteurs sont différents, et la souplesse du taux de change nous permet de décider de la politique monétaire du Canada.

Oui, nous prenons acte de l'effet du taux de change, et cela fait partie de la transmission de la politique monétaire, mais le fait d'avoir un taux de change souple est un avantage.

La sénatrice Simons : Étant Albertaine, je sens qu'il m'incombe de poser la question suivante.

Au début de la pandémie, le prix du pétrole s'est effondré au point d'atteindre des valeurs négatives. Aujourd'hui, les prix ont repris leur vigueur. Ils se sont stabilisés entre 75 et 80 dollars américains pour le Western Texas Intermediate, ou WTI. En Alberta, la hausse des prix du pétrole est un élément favorable, mais pas ailleurs, en raison de son effet sur l'inflation.

Vous avez parlé de la volatilité des prix des produits de base et de l'incidence du phénomène sur l'économie canadienne. Quelles sont vos projections à cet égard? La situation est très différente d'une région à l'autre du pays.

M. Macklem : Ma réponse vous décevra. Nous ne faisons pas de prévisions sur les prix du pétrole. Nous ne faisons de prévisions ni sur le taux de change ni sur le prix du pétrole. Ainsi, dans nos projections, nous présumons que le prix du pétrole demeurera près de son niveau actuel. En examinant la courbe du marché à terme, on constate qu'il est légèrement inférieur à cela. Il est très difficile de prédire le prix du pétrole. À mon avis, il est plus sûr d'inclure dans notre projection — vous connaissez les cycles — la présomption que le prix actuel demeurera stable. Évidemment, si le prix du pétrole baisse, l'inflation d'autres choses égales par ailleurs baissera plus rapidement.

L'un des risques à la hausse que nous faisons ressortir est le fait que la Chine reprend ses activités. Son économie prend de la vigueur. Avec la reprise des activités chinoises, la croissance a eu lieu particulièrement dans son secteur des services. Son secteur manufacturier ne fonctionne pas encore à pleine vapeur. À mesure que les activités prennent de l'ampleur, on pourrait voir une augmentation de la demande mondiale en énergie, et cela pourrait augmenter le prix du pétrole. Comme vous le dites, ce serait positif pour les producteurs en Alberta, mais les Canadiens en verraient les effets sur l'inflation.

La sénatrice Simons : Ce serait également le cas en Europe.

Mr. Macklem: Yes. Who knows what Putin will do? Who knows what OPEC — the Organization of the Petroleum Exporting Countries — will do?

The Chair: I will ask one more question. It's not really a hypothetical question, but in a way it is. Canada has become the first major monetary authority in the developed world to pause interest rates, really. If the chairman of the Fed were to call you and ask what you are doing and why, what would be your one-word or one-sentence answer to that?

Mr. Macklem: Well, actually, the governors of the major central banks actually do talk pretty regularly. We were all together last week at the IMF and we will see each other at the Basel Committee before too long.

The one-sentence answer is that we raised rates rapidly and it is working. We know there are lags in the effects of monetary policy, and we are using this pause to assess whether we raised interest rates enough to get all the way back to target.

The Chair: Thank you very much. On behalf of all of us, this was a marathon session, and we appreciate your time and your willingness to answer all of our real and hypothetical questions about the state of the economy. Tiff Macklem, Governor of the Bank of Canada, and Carolyn Rogers, Senior Deputy Governor of the Bank of Canada, we really appreciate your time and insights on this.

(The committee adjourned.)

M. Macklem : Oui. Qui sait ce que fera Vladimir Poutine? Qui sait ce que fera l'Organisation des pays exportateurs de pétrole?

La présidente : Je pose une question de plus. Il ne s'agit pas vraiment d'une question hypothétique, mais dans un certain sens, elle l'est. Le Canada est devenu la première autorité monétaire d'importance du monde développé à marquer un temps d'arrêt sur la hausse des taux d'intérêt. Si le président de la Réserve fédérale américaine vous appelait pour vous poser des questions sur votre politique, quelle serait, en un mot ou une phrase, votre réponse?

M. Macklem : En fait, les gouverneurs des principales banques centrales se parlent plutôt régulièrement. Nous nous sommes rassemblés la semaine dernière au Fonds monétaire international et nous nous reverrons bientôt au Comité de Bâle.

Ma réponse, en une phrase, serait que nous avons augmenté les taux rapidement et que cela fonctionne. Nous savons que les effets de la politique monétaire se font sentir à retardement, et nous nous servons de la pause actuelle pour évaluer si nous avons suffisamment relevé les taux pour revenir à la cible.

La présidente : Merci beaucoup. En notre nom à tous, je vous remercie pour votre temps au cours de cette séance-marathon et d'avoir accepté de répondre à toutes nos questions réelles et hypothétiques au sujet de l'état de l'économie. Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, et Carolyn Rogers, première sous-gouverneure de la Banque du Canada, nous vous sommes reconnaissants d'avoir offert votre temps et vos commentaires sur la question.

(La séance est levée.)
