

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, April 10, 2024

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 4:15 p.m. [ET] to study matters relating to banking, trade and commerce generally.

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

[*English*]

The Chair: Hello and welcome, everyone, to this meeting of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. My name is Pamela Wallin and I serve as the chair of this committee. I would like to introduce the members with us here today. We have with us today Senator Loffreda, who serves as deputy chair, Senator Bellemare, Senator C. Deacon, Senator Gignac, Senator Marshall, Senator Massicotte, Senator Miville-Dechêne and Senator Yussuff.

Today, we'll have a discussion on higher interest rates and their impacts over the long term. We have the pleasure of welcoming virtually Paul Beaudry, Professor, Vancouver School of Economics, at the University of British Columbia. He also served as Deputy Governor of the Bank of Canada from February 2019 until his retirement in July 2023.

In a speech in June 2023, he warned about the fact that we are entering a new era of structurally higher interest rates. We have invited him today to share his views. We appreciate your time and insights. We will turn the floor over to you, Mr. Beaudry. Welcome.

Paul Beaudry, Professor, Vancouver School of Economics, University of British Columbia, as an individual: Thank you very much. It's a pleasure to be here today.

I'll start with a few comments. Obviously, there is a whole set of questions on interest rates. There is the shorter-term view that gets a lot of the highlights, but there are a lot of long-term aspects, and I do want to talk about those.

In the short term, we received more news this morning that there are indications that there will be a reduction in interest rates over the next little while. It could be as early as June, if things continue as they are right now. A lot of measures of inflation are pointing in the right direction, so we could see that soon. It might take a little bit longer. It might go to July, but whatever happens, most likely we will be seeing cuts to interest rates over the next little while. There are aspects of how the U.S.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 10 avril 2024

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 16 h 15 (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 et bienvenue à tous à la présente séance du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie. Je m'appelle Pamela Wallin et je suis présidente du comité. Je voudrais vous présenter les membres qui sont des nôtres aujourd'hui. Il s'agit du sénateur Loffreda, vice-président, de la sénatrice Bellemare, du sénateur C. Deacon, du sénateur Gignac, de la sénatrice Marshall, du sénateur Massicotte, de la sénatrice Miville-Dechêne et du sénateur Yussuff.

Aujourd'hui, nous allons tenir une discussion sur les taux d'intérêt plus élevés et de leurs répercussions à long terme. Nous avons le plaisir d'accueillir virtuellement Paul Beaudry, professeur à l'École d'économie de Vancouver à l'Université de la Colombie-Britannique. Il a également été sous-gouverneur de la Banque du Canada de février 2019 à sa retraite, en juillet 2023.

Dans un discours prononcé en juin 2023, il nous a prévenus du fait que nous entrons dans une nouvelle ère où les taux d'intérêt sont structurellement plus élevés. Nous l'avons invité aujourd'hui à nous faire part de son point de vue. Nous vous remercions de votre temps et de vos observations. La parole est à vous, monsieur Beaudry. Soyez le bienvenu.

Paul Beaudry, professeur, École d'économie de Vancouver, Université de la Colombie-Britannique, à titre personnel : Merci beaucoup. Je suis heureux de comparaître aujourd'hui.

Je vais commencer par quelques observations. Évidemment, il y a toute une série de questions sur les taux d'intérêt. Il y a la vision à court terme qui fait ressortir beaucoup de points saillants, mais il y a beaucoup d'aspects à long terme, et j'aimerais en parler.

À court terme, nous avons reçu d'autres nouvelles ce matin concernant des indications du fait qu'il y aura une réduction des taux d'intérêt au cours des prochains mois. Ce pourrait être dès le mois de juin, si les choses continuent d'être comme elles le sont actuellement. Beaucoup de mesures de l'inflation pointent dans la bonne direction, alors nous pourrions voir cette réduction bientôt. Cette réduction pourrait prendre un peu plus de temps. Elle ira peut-être en juillet, mais, quoi qu'il arrive, il est fort

is moving a bit differently than Canada that might create extra tensions; still, that's the general pattern.

The much more interesting question to ask is: Where it will go? Even if it gets cut a little, it's really the aspect of where we might see things happening in the longer run and those longer rates that are very important. Those are the rates that really affect asset prices, housing and many other things in Canada that people care about. To understand the situation we are in now, it's important to look back a bit to where we were pre-COVID and how we got there.

To put things in perspective, in the pre-COVID era, the interest rate, at least the policy rate as set by the Bank of Canada, was at 1.75% and inflation was at 2%. In that environment, real rates were basically at 0%. That was a very particular type of environment; it was very different. It really changed over 30 years. If we go back 30 years, it gradually decreased from 3% to 4% of these real rates down to 0%, and that was not particularly Canada driven. It was very much shared by a whole set of countries. Most advanced economies had a very similar pattern because capital markets are very integrated.

This is not generally viewed as being driven by central banks. It's much more the general structural forces in the economy: the idea of how much people need and want to save, how many good opportunities there are to save and what kind of assets they can use to save. It's a combination of those factors at an international level that creates a lot of the pressure that determines those longer rates.

A lot of things that pushed rates down over that 30-year period prior to COVID were things like the aging population in many of the advanced economies. That was true even in China, so there are demographic factors. The demographics resulted in people who could save wanting to save for retirement, and that was a lot of savings.

There was also the integration of China into the world system. The Chinese have a tradition of having very high savings rates. That created a lot of pressure, a lot of aspects of increased savings during that period and a lot of appetite for what we might call risk-free assets, which are in relatively short supply in the world. That meant that bonds from less risky countries like Canada benefited from that, and that pushed down rates. There was also an increase in equality in the world. Generally, richer people tend to save more. Those were also pressures that were

probable que nous assistions à des diminutions des taux d'intérêt au cours des prochains mois. Il y a des aspects liés au fait que les taux fluctuent un peu différemment aux États-Unis par rapport au Canada qui pourraient créer des tensions supplémentaires; c'est tout de même la tendance générale.

La question beaucoup plus intéressante à se poser est la suivante : où ira la tendance? Même s'il y a une légère réduction, c'est vraiment l'aspect des choses qui pourraient se produire à long terme et les taux ultérieurs qui sont très importants. Ce sont les taux qui influent vraiment sur le prix des actifs, de l'habitation et de bien d'autres choses au Canada dont les gens se soucient. Afin de comprendre la situation dans laquelle nous nous trouvons maintenant, il est important de revenir un peu en arrière pour voir où nous en étions avant la COVID et comment nous en sommes arrivés là.

Pour mettre les choses en perspective, avant la pandémie de COVID, le taux d'intérêt, du moins le taux directeur établi par la Banque du Canada, était à 1,75 % et l'inflation, à 2 %. Dans ce contexte, les taux réels étaient essentiellement de 0 %. C'était un contexte très particulier; c'était très différent. Il a vraiment changé en 30 ans. Si nous revenons 30 ans en arrière, il a connu une diminution graduelle de 3 à 4 % des taux réels qui ont atteint 0 %, et ce phénomène n'était pas particulièrement centré sur le Canada. Il était commun à un ensemble de pays. La plupart des économies avancées affichaient une tendance très semblable parce que les marchés financiers sont très intégrés.

En général, on ne considère pas que les banques centrales sont à l'origine de cette situation. Il s'agit beaucoup plus des forces structurelles générales de l'économie : l'idée du montant dont les gens ont besoin et qu'ils veulent épargner, du nombre de bonnes occasions d'épargner et du genre d'actifs qu'ils peuvent utiliser pour le faire. C'est une combinaison de ces facteurs à l'échelle internationale qui crée beaucoup de pression qui détermine les taux à long terme.

Une bonne partie des choses qui ont fait baisser les taux au cours de la période de 30 ans qui a précédé la COVID étaient des facteurs comme le vieillissement de la population dans de nombreuses économies avancées. C'était le cas même en Chine, alors il y a des facteurs démographiques. La démographie a fait en sorte que les gens qui pouvaient épargner ont voulu le faire en vue de la retraite, et c'était beaucoup d'épargne.

Il y a aussi eu l'intégration de la Chine dans le système mondial. Les Chinois ont toujours eu des taux d'épargne très élevés. Cette tradition a créé beaucoup de pression, beaucoup d'aspects de l'épargne accrue pendant cette période et beaucoup d'appétit pour ce que nous pourrions appeler des actifs sans risque, qui sont en quantité relativement petite dans le monde. Ainsi, les obligations de pays moins risqués comme le Canada en ont profité, ce qui a fait baisser les taux. Il y a aussi eu une augmentation de l'égalité dans le monde. En général, les gens

pushing rates down. There were a lot of things resulting in a lot of savings in the system.

On the flip side, while we talk a lot about technological change during that period, the surprising part seemed to be that despite falling interest rates in most countries, investment opportunities that could create a lot of profits were not very abundant. There was a lack of investment relative to all those savings, and that is what pushed down interest rates. I want to emphasize the way China had a real appetite for safe assets — especially for U.S. bonds but even for Canadian bonds — and that pushed rates down.

Those are all things that happened for 30 years before COVID. Then we entered into COVID and a lot of things changed around the same time, some directly. We actually have a greater supply of assets in the economy in the sense that many countries around the world, including Canada, reasonably went into big deficit spending during COVID, which created more assets that have to be absorbed in the system. That is upward pressure on those longer rates.

The trends and some of the demographics have also shifted. While a lot of Baby Boomers were of age to save during that pre-COVID period, a lot are in retirement and dissaving. Also, the geopolitical aspects made things different, with China reducing its exposure to a lot of advanced economy debts. Altogether, that pushed things down.

The Chair: We'll stop there and get into our questions, because you're going to be asked about those very things. Thank you very much, Mr. Beaudry. We will begin our questioning with Senator Loffreda, the deputy chair.

Senator Loffreda: Thank you for being here, Mr. Beaudry. Although the relationship between interest rates and systemic risks is complex and can be influenced by various factors, high interest rates can lead to systemic risks in the financial system. The most worrisome systemic risks for the Canadian economy presently include the vulnerabilities in the housing market, high household debt levels — in Canada, the debt level of the consumer, who is the vehicle and the motor of the economy, is particularly high — potential economic shocks from global events, geopolitical uncertainties and the ongoing challenge of climate change impacts on various sectors.

riches ont tendance à épargner davantage. Ces pressions ont également fait baisser les taux. Il y a eu beaucoup de facteurs qui ont entraîné beaucoup d'épargne dans le système.

D'un autre côté, même s'il est beaucoup question de changements technologiques au cours de cette période, ce qui est surprenant, c'est que, malgré la baisse des taux d'intérêt dans la plupart des pays, les possibilités d'investissements qui pouvaient générer beaucoup de profits n'étaient pas très abondantes. Il y avait un manque d'investissement par rapport à toute cette épargne, et c'est ce qui faisait baisser les taux d'intérêt. Je tiens à souligner que la Chine avait un réel appétit pour des actifs sûrs — surtout les obligations américaines, mais même les canadiennes — et que cet appétit faisait baisser les taux.

Ce sont toutes des choses qui se sont produites pendant 30 ans avant la COVID. Puis, nous sommes entrés dans la période de la COVID, et beaucoup de choses ont changé à peu près en même temps, certaines directement. De fait, nous avons une plus grande réserve d'actifs dans l'économie, en ce sens que de nombreux pays dans le monde, y compris le Canada, ont raisonnablement enregistré un gros déficit pendant la pandémie de COVID, ce qui a créé davantage d'actifs qui doivent être absorbés par le système. C'est une pression à la hausse sur les taux à long terme.

Les tendances et une partie de la démographie ont également changé. Même si bon nombre de baby-boomers étaient en âge d'épargner pendant la période qui a précédé la COVID, beaucoup sont à la retraite et en train de désépargner. En outre, les aspects géopolitiques ont changé les choses, compte tenu du fait que la Chine a réduit son exposition à une grande partie des dettes des économies avancées. Globalement, cette situation a entraîné des baisses.

La présidente : Nous allons nous arrêter là et passer aux questions, parce qu'on vous en posera justement sur ces sujets. Merci beaucoup, monsieur Beaudry. Nous allons commencer les questions avec le sénateur Loffreda, vice-président.

Le sénateur Loffreda : Je vous remercie de votre présence, monsieur Beaudry. Bien que la relation entre les taux d'intérêt et les risques systémiques soit complexe et puisse être influencée par divers facteurs, les taux d'intérêt élevés peuvent entraîner des risques systémiques dans le système financier. À l'heure actuelle, les plus inquiétants pour l'économie canadienne comprennent les vulnérabilités du marché de l'habitation, le niveau d'endettement élevé des ménages — au Canada, le niveau d'endettement du consommateur, qui est le véhicule et le moteur de l'économie, est particulièrement élevé —, les chocs économiques qui pourraient être causés par des événements mondiaux, les incertitudes géopolitiques et le défi constant lié aux répercussions des changements climatiques sur divers secteurs.

What aspects concern you the most? What strategies do you think could effectively mitigate or manage that risk?

Mr. Beaudry: I think you're exactly right in thinking about some of these risks. They are very relevant. It really depends a lot on these movements of long-term rates. That's why I pushed that aspect to frame our discussion.

Obviously, the big part of the debt in Canada is mortgage debt. We have debt with respect to other things — credit card debt, car debt — but the big amounts are in housing. We always have to look at the housing market and think about what risks there are. In many ways, we talk a lot about the lack of supply right now, and that's very relevant — but getting a good idea of how house prices have changed over time and why we're in a more vulnerable space right now is about looking back.

Over the 30 years prior to this period, while interest rates were falling, house prices were rising. If you multiplied the two, it was rather constant. That's usually what we call the debt service ratio that households are paying. The surprising thing is that, despite all the aspects that we're talking about, like the greater debt levels and higher house prices, the debt service ratio was staying very constant.

What has happened after COVID is exactly that. The debt service ratio, after being constant for 30 years, has really increased. That is because we have had higher prices. They really increased. House prices went up at the beginning of COVID — they came back down a bit, but not anywhere near where they were at the beginning — and then interest rates increased. It's that combination.

Now, if you multiply the two, it's really gone up. That's really the biggest vulnerability out there. I'll put that in perspective. Prior to COVID, although we had issues, it kind of balanced out and there was always a similar debt service ratio. Now we have to think about how that is going to adjust.

One easy thing is if interest rates go back down to where they were, then maybe that will be an adjustment. But if they stay at these higher levels — not exactly at 5% right now, but if it only went down to 4%, that would still be doubling relative to the pre-COVID era — that makes it difficult to sustain those debt payments. Over time, especially if immigration reduces a bit and things readjust, we might have an important adjustment in the housing market.

Quels aspects vous préoccupent le plus? Selon vous, quelles stratégies permettraient d'atténuer ou de gérer efficacement ce risque?

M. Beaudry : Je pense que vous avez tout à fait raison de penser à certains de ces risques. Ils sont très pertinents. Cela dépend beaucoup des fluctuations des taux à long terme. Voilà pourquoi j'ai insisté sur cet aspect pour encadrer notre discussion.

Évidemment, au Canada, la majeure partie de la dette est hypothécaire. Nous avons des dettes à l'égard d'autres choses — des dettes de carte de crédit, des dettes de voiture —, mais les gros montants sont dans l'habitation. Nous devons toujours tenir compte du marché immobilier et des risques qui y sont associés. De bien des façons, nous parlons beaucoup de la pénurie en ce moment, et c'est très pertinent. Toutefois, pour avoir une bonne idée de l'évolution du prix des maisons au fil du temps et savoir pourquoi nous sommes actuellement dans une situation plus vulnérable, il faut regarder en arrière.

Au cours des 30 années qui ont précédé cette période, alors que les taux d'intérêt étaient à la baisse, le prix des maisons était à la hausse. Si on multipliait les deux, c'était assez constant. Les ménages paient habituellement ce que nous appelons le ratio du service de la dette. Ce qui est surprenant, c'est que, malgré tous les aspects dont nous parlons, comme l'augmentation de la dette et la hausse du prix des maisons, le ratio du service de la dette est demeuré très constant.

C'est exactement ce qui s'est passé après la COVID. Le ratio du service de la dette, après avoir été constant pendant 30 ans, a vraiment augmenté. C'est parce que les prix sont plus élevés. Ils ont vraiment augmenté. Le prix des maisons a augmenté au début de la pandémie de COVID — il a légèrement baissé, mais il est encore loin de ce qu'il était au début —, puis les taux d'intérêt ont augmenté. C'est cette combinaison.

Or, si on multiplie les deux, le ratio a vraiment augmenté. En réalité, il s'agit de la plus grande vulnérabilité. Je vais mettre les choses en perspective. Avant la COVID, même si nous avions des problèmes, les choses s'équilibraient et le ratio du service de la dette était toujours semblable. Maintenant, nous devons réfléchir à la façon dont il va s'ajuster.

Une chose facile, c'est que, si les taux d'intérêt redescendent au niveau où ils étaient, il s'agira peut-être d'un ajustement. Toutefois, s'ils restent à ces niveaux élevés — pas exactement aux 5 % actuels, mais s'ils ne baissaient qu'à 4 %, ce serait tout de même le double par rapport à la période antérieure à la COVID —, il sera difficile de continuer à rembourser ces dettes. Au fil du temps, surtout si l'immigration diminue un peu et que les choses se rééquilibrent, il pourrait y avoir un ajustement important du marché de l'habitation.

In general, our underwriting standards are very strong in Canada, and a lot of the ways banks have operated to try to ensure that consumers could take on higher interest rates was important, but that focus has to remain on keeping it that way. We need a system where people who are buying have the capacity to hold those payments at potentially higher rates than we had pre-COVID. That would be the thing that I think is the most important to help through that process.

Senator Loffreda: Thank you.

Senator Marshall: I want to talk a little bit about the psychology of the rates. A few years ago, everyone said that rates were going to stay low, and people went out and borrowed. Now people are getting the message that they're a little bit high now but are going to go down in June, so people are still out there borrowing, thinking that if they can just make it to June when the rates drop, they'll be okay.

Why is there an inclination for economists to tell people there will be good news in the future — even the government and the Bank of Canada said the rates would remain low — when we don't know if there will be? Even the 5% we're at now — if you look back over the last 40 years, I renewed my mortgage rate at 22% back in the mid 1980s. Why is there this desire or need to say that the rates are going to come down? Why isn't the message more muted? Why isn't it, "We hope rates will come down, but maybe they won't, so be prepared"? Why is the message like that?

Mr. Beaudry: That's a hard question to answer. I do think there have been messages that have been repeatedly changing. First of all, let's put it that there is an aspect of how it came down. In general, it was surprising how much it came down prior to COVID. There was that aspect that kind of stayed there. Then there is the aspect that when COVID came in, there was this idea of keeping rates low for a while to help rebound. Now I think the message is more mixed, though maybe not enough for your liking.

I agree with you. I have repeatedly said over time to be more careful about this. I'm very much in line with what you're saying and the idea of being careful.

Even if we're talking about a rate reduction right now, it might not be a very big reduction. It might go down from 5% to 4.5%, maybe 4.25%, and it could stay there for a while, especially when you consider the U.S. situation right now. We are also influenced by the U.S. in this type of situation, and the U.S. economy is growing quite quickly. If anything, inflation pressures are still there. The U.S. will not be in a position to

En général, nos normes de souscription sont très rigoureuses au Canada, et une grande partie des mesures que les banques ont prises pour s'assurer que les consommateurs pouvaient assumer des taux d'intérêt plus élevés étaient importantes, mais il faut continuer de mettre l'accent là-dessus. Il nous faut un système où les gens qui achètent un bien auront la capacité de continuer à faire ces paiements à des taux potentiellement plus élevés qu'avant la COVID. À mon avis, c'est la chose la plus importante à faire dans le cadre de ce processus.

Le sénateur Loffreda : Merci.

La sénatrice Marshall : Je veux parler un peu de la psychologie des taux. Il y a quelques années, tout le monde disait que les taux allaient rester bas, et les gens sont allés emprunter. Maintenant, ils se font dire que les taux sont un peu élevés en ce moment, mais qu'ils vont diminuer en juin, alors les gens sont encore en train d'emprunter, en se disant que, s'ils peuvent seulement se rendre jusqu'en juin, lorsque les taux baisseront, tout ira bien.

Pourquoi les économistes sont-ils enclins à dire aux gens qu'il y aura de bonnes nouvelles dans l'avenir — même le gouvernement et la Banque du Canada ont dit que les taux demeureraient bas —, alors que nous ne savons pas s'il y en aura? Même les 5 % que nous avons actuellement... si on regarde ce qui s'est passé au cours des 40 dernières années, j'ai renouvelé mon taux hypothécaire à 22 % au milieu des années 1980. Pourquoi veut-on ou doit-on dire que les taux vont baisser? Pourquoi le message n'est-il pas plus prudent? Pourquoi n'est-ce pas : « Nous espérons que les taux vont baisser, mais ce ne sera peut-être pas le cas, alors préparez-vous »? Pourquoi envoie-t-on ce message?

M. Beaudry : C'est une question à laquelle il est difficile de répondre. Je pense qu'on a envoyé des messages qui ont changé à maintes reprises. Tout d'abord, disons qu'il y a un aspect lié à la diminution des taux. De façon générale, il a été surprenant de constater la mesure dans laquelle ils avaient diminué avant la COVID. Cet aspect est resté, en quelque sorte. Il y a aussi l'aspect lié au fait que, lorsque la COVID est arrivée, on a eu l'idée de maintenir les taux bas pendant un certain temps pour faciliter la reprise. Je pense que le message est plus mitigé, mais peut-être pas assez à votre goût.

Je suis d'accord avec vous. Je répète sans cesse qu'il faut être plus prudent à cet égard. Je suis tout à fait d'accord avec ce que vous dites et avec l'idée de faire attention.

Même s'il est question à l'heure actuelle d'une réduction des taux, ce ne sera peut-être pas une très grosse réduction. Ils pourraient passer de 5 % à 4,5 %, peut-être 4,25 %, et ils pourraient rester stables pendant un certain temps, surtout si l'on tient compte de la situation actuelle aux États-Unis. Nous sommes également influencés par ce pays dans ce genre de situation, et l'économie américaine croît très rapidement. De fait,

rapidly decrease rates either, and that influences Canada. I completely agree with you.

As to why it's not more, again, we saw some of the news today. Mark Carney was talking about it being slower again. There were other people who came up. It's not as if no one is saying it, but maybe not enough people are saying it in terms of bringing it up. Again, we have to be honest about what we don't know, but I've always said that people should be prepared for them to stay higher, though I'm not saying I have crystal ball and am sure they won't come back down.

Senator Marshall: It reminds me of the Newfoundland weather. Everyone says that good weather in Newfoundland is always in the future. Now we're saying that the low rates are always in the future.

The Chair: We also heard from the bank in the lead-up — of course, before anyone anticipated COVID — “Go ahead and borrow; the rates are down,” and people did.

Senator Marshall: Yes, they did, and they're still borrowing because they think rates are going to come down again.

The Chair: Then, during COVID, we heard the rates were transitory, and they weren't.

Senator Marshall: It's very concerning for the economy.

The Chair: Everyone should be a bit more cautious about statements if they are not already.

[*Translation*]

Senator Gignac: Welcome, Mr. Beaudry, and thank you for your public service at the Bank of Canada.

I'd like to ask you a question that wasn't raised today by the journalists at the press conference with the governor, but which concerns a debate that's taking place within the economist community, namely the measures that the Bank of Canada uses to measure core inflation. The Bank of Canada says that core inflation is still around or above 3%, but if you take the measure that the Bank of Canada used from 2001 to 2016, CPIX, which is 2.5%, or if you adopt the approach of the Central Bank of Sweden, which removes mortgage interest, it's more like 2%.

les pressions inflationnistes sont encore là. Les États-Unis ne seront pas non plus en mesure de réduire rapidement les taux, et cette situation influence le Canada. Je suis tout à fait d'accord avec vous.

Quant à savoir pourquoi ce n'est pas plus, encore une fois, nous avons vu certaines des nouvelles, aujourd'hui. Mark Carney disait que la diminution avait encore ralenti. D'autres personnes sont intervenues. Ce n'est pas comme si personne ne le disait, mais peut-être qu'il n'y a pas assez de gens qui le disent. Encore une fois, nous devons être honnêtes au sujet de ce que nous ne savons pas, mais j'ai toujours dit que les gens devraient être prêts à ce que les taux demeurent élevés, quoique je ne dis pas que j'ai une boule de cristal et que je suis certain qu'ils ne redescendront pas.

La sénatrice Marshall : Cela me rappelle la météo de Terre-Neuve. Tout le monde dit qu'à Terre-Neuve le beau temps est toujours à venir. Nous disons maintenant que les faibles taux sont toujours à venir.

La présidente : La banque nous a également dit, au cours de la période qui a précédé la pandémie — bien entendu, avant que quiconque n'ait prévu la COVID — « Allez-y, empruntez; les taux sont à la baisse », et les gens l'ont fait.

La sénatrice Marshall : Oui, ils l'ont fait, et ils continuent d'emprunter parce qu'ils pensent que les taux vont redescendre.

La présidente : Puis, pendant la pandémie de COVID, nous avons entendu dire que les taux étaient transitoires, mais ils ne l'étaient pas.

La sénatrice Marshall : C'est très préoccupant pour l'économie.

La présidente : Tout le monde devrait faire preuve d'un peu plus de prudence en faisant des déclarations, si ce n'est pas déjà le cas.

[*Français*]

Le sénateur Gignac : Bienvenue, monsieur Beaudry, et merci pour votre service public au sein de la Banque du Canada.

J'aimerais vous poser une question qui n'a pas été soulevée aujourd'hui par les journalistes à la conférence de presse avec le gouverneur, mais qui concerne un débat qui a lieu au sein de la communauté des économistes, c'est-à-dire les mesures qu'utilise la Banque du Canada pour mesurer l'inflation fondamentale. La Banque du Canada dit que l'inflation fondamentale est encore autour ou au-dessus de 3 %, mais si on prend la mesure qu'utilisait la Banque du Canada de 2001 à 2016, l'IPCX, qui est à 2,5 %, ou si on adopte l'approche de la Banque centrale de Suède, qui enlève les intérêts hypothécaires, on est plutôt autour de 2 %.

Desjardins and the National Bank have mentioned in articles that the Bank of Canada is overestimating core inflation.

Do you think the measures the Bank of Canada uses to measure core inflation are appropriate?

Mr. Beaudry: That's a good question. Several different measures were used. The bank has done a lot of work to choose these measures and represent what's happening in the economy.

In fact, in the last few months in particular, there's a lot less difference than people are saying. If you look at the shorter-term measures, I think the ones the Bank of Canada uses are pretty good, but you really have to look at the changes at a fairly high frequency. If you look at the changes in some of these core measures of inflation that the Bank of Canada uses over three months, which are really the measures that they look at the most, those measures have also come down quite a bit; they're coming down into the 2% range.

What we heard today, with Governor Macklem opening the door a little bit in terms of lowering interest rates in June, relates to that question.

I don't think it's that different. People don't look at it that differently. I think the measures used are quite good.

It must also be said that the Bank of Canada has these measures, but looks at the whole picture. There's no question of saying that it's dogmatic, that we have two measures and that we're only looking at that. The question is really to see whether a whole set of measures pushing in the same direction can ensure that inflation will return to 2%. Conversely, the worst thing would be for the bank to need to raise interest rates again if inflation isn't brought back to its target.

Senator Gignac: On the fiscal policy front, a lot of things aren't helping the Bank of Canada very much. With what's happening in Ontario and Quebec, with higher deficits and with the federal government's announcements over the past two weeks, do you think fiscal policy will continue to undermine monetary policy by unnecessarily stimulating the economy in 2024?

Mr. Beaudry: No, not so much. I think we're in that situation and we've really moved beyond having a very tight labour market; we've moved from a really overheated economy to one that isn't really overheated at the moment. So, the current core inflation is not caused by an overheated economy, but is rather a training ground or a habit we've had, for some years now, of seeing a lot of inflation.

Desjardins et la Banque Nationale ont mentionné dans des articles que la Banque du Canada surestimait l'inflation fondamentale.

Pensez-vous que les mesures qu'utilise la Banque du Canada pour mesurer l'inflation fondamentale sont appropriées?

M. Beaudry : C'est une bonne question. Plusieurs mesures différentes ont été utilisées. La banque a fait beaucoup de travail pour choisir ces mesures et représenter ce qui se passe dans l'économie.

En fait, dans les derniers mois plus particulièrement, il y a beaucoup moins de différence que ne le disent les gens. Si on prend les mesures à plus court terme, je crois que celles qu'utilise la Banque du Canada sont assez bonnes, mais il faut vraiment examiner les changements à assez haute fréquence. Si on regarde les changements dans certaines de ces mesures fondamentales de l'inflation utilisées par la Banque du Canada sur trois mois, et qui sont vraiment les mesures qu'ils regardent le plus, ces mesures ont aussi beaucoup diminué; elles sont en train de descendre dans la fourchette des 2 %.

Ce qu'on a entendu aujourd'hui, avec le gouverneur Macklem qui a ouvert un peu la porte pour ce qui est de la baisse des taux d'intérêt en juin, reflète cette question.

Je ne pense pas que ce soit si différent. Les gens ne regardent pas les choses de façon aussi différente. Je pense que les mesures utilisées sont assez bonnes.

Il faut dire aussi que la Banque du Canada a ces mesures, mais regarde l'ensemble. Il n'est pas question de dire que c'est dogmatique, qu'on a deux mesures et qu'on ne regarde que ça. La question, c'est vraiment de voir si tout un ensemble de mesures qui poussent dans la même direction peut nous assurer que l'inflation reviendra à 2 %. À l'inverse, le pire serait que la banque ait besoin de hausser de nouveau les taux d'intérêt si l'inflation n'est pas ramenée à sa cible.

Le sénateur Gignac : Sur le plan de la politique fiscale, bien des choses n'aident pas beaucoup la Banque du Canada. Avec ce qui se passe en Ontario et au Québec, avec les déficits plus élevés et avec les annonces du gouvernement fédéral depuis deux semaines, est-ce qu'à votre avis la politique budgétaire va continuer de nuire à la politique monétaire en stimulant l'économie inutilement en 2024?

M. Beaudry : Non, pas tant que cela. Je crois qu'on est dans cette situation et qu'on a vraiment dépassé le fait d'avoir un marché du travail très serré; on est passé d'une économie vraiment surchauffée à une économie qui ne l'est plus vraiment en ce moment. Donc, l'inflation de base actuelle n'est pas causée par la surchauffe de l'économie, mais c'est plutôt un entraînement ou une habitude qu'on a, depuis quelques années maintenant, de voir beaucoup d'inflation.

I had some questions earlier about psychology. Here, I think the question of the psychology of inflation is important. We really want to make sure we're not in a situation where the psychology of inflation is at 3% or 3.5%; we really want to get back to 2%.

I don't think the problem is created by demand.

I think we'll see declines, because everything is pointing in the right direction and indicating that inflation is returning to its target.

[English]

The Chair: What do you think about what Mark Carney said the other day? He wasn't explicitly criticizing the government, but he suggested that a changing economic environment demands "... fiscal discipline and a relentless focus on delivery, rather than a spending reflex that only treats the symptoms but does not cure the disease."

Would you agree with that statement?

Mr. Beaudry: I'd certainly agree. Again, we have to think about this risk we were talking about before with respect to households, but this also applies for the government — the longer rates. When rates were at 0%, governments could basically borrow as much as they wanted. It wasn't a big problem because it didn't accumulate over time. At 0%, when you take it as a percentage of GDP or something, you're not creating much of a problem. Now real rates are higher, and that becomes a costly situation.

Governments have to readjust, like everything else. When we're talking about different aspects, that's an important one. You have to look at the real causes behind things. You don't want to just throw out your spending. So, yes, I'd agree with both sides of that statement.

[Translation]

Senator Bellemare: Welcome to the committee, Mr. Beaudry. I have a question about the effectiveness of monetary policy in a context of higher real interest rates.

Many economists are saying it now: We won't be seeing the interest rates we had before the pandemic any time soon. Back then, real interest rates were negative.

If we have higher interest rates in the future and this situation becomes normal, what does that say about the future effectiveness of monetary policy if there are inflationary surges?

J'avais des questions un peu plus tôt à propos de la psychologie. Ici, je crois que la question de la psychologie de l'inflation est importante. On veut vraiment être certain de ne pas être dans une situation où la psychologie de l'inflation est à 3 % ou 3,5 %; on veut vraiment revenir à 2 %.

Je ne crois pas que le problème se trouve du côté de ce que la demande est en train de créer.

Je crois qu'on verra des baisses, parce que tout pointe dans la bonne direction et indique que l'inflation est en train de revenir à sa cible.

[Traduction]

La présidente : Que pensez-vous de ce que Mark Carney a dit l'autre jour? Il ne critiquait pas explicitement le gouvernement, mais il a laissé entendre qu'un environnement économique changeant exige « [...] une discipline fiscale et un accent incessant sur la prestation, plutôt qu'un réflexe de dépense qui ne fait que traiter les symptômes, mais ne guérit pas la maladie. »

Êtes-vous d'accord avec cette affirmation?

M. Beaudry : J'y souscris certainement. Encore une fois, nous devons réfléchir au risque dont nous parlions tout à l'heure en ce qui concerne les ménages, mais cela s'applique aussi au gouvernement... les taux à long terme. Lorsque les taux étaient à 0 %, les gouvernements pouvaient essentiellement emprunter autant qu'ils le voulaient. Ce n'était pas un gros problème parce que les intérêts ne s'accumulaient pas au fil du temps. À 0 %, si on prend le pourcentage du PIB ou quelque chose du genre, on ne crée pas beaucoup de problèmes. Maintenant, les taux réels sont plus élevés, et cela devient une situation coûteuse.

Les gouvernements doivent s'adapter, comme tout le reste. Lorsque nous parlons de différents aspects, celui-ci est important. Il faut examiner les vraies causes. On ne veut pas simplement dépenser pour dépenser. Alors, oui, je suis d'accord avec les deux parties de cette déclaration.

[Français]

La sénatrice Bellemare : Bienvenue chez nous, monsieur Beaudry. J'ai une question concernant l'efficacité de la politique monétaire dans un contexte de taux d'intérêt réel plus élevé.

Plusieurs économistes le disent actuellement : ce n'est pas demain qu'on reverra les taux d'intérêt qu'on a connus avant la pandémie. À cette époque, on se rappelle que les taux d'intérêt réel étaient négatifs.

Si on a des taux d'intérêt plus élevés à l'avenir et que cette situation devient normale, qu'est-ce que cela dit sur l'efficacité future de la politique monétaire s'il y a des poussées inflationnistes?

Would raising rates further to combat inflation be prohibitively expensive at that point? What are your comments on the effectiveness of monetary policy in the future?

Mr. Beaudry: I would say that efficiency can still exist. If we're defending efficiency, the ability to control the speed of the economy and to control inflation, I don't see why being in a slightly higher real interest rate situation would reduce that efficiency. In fact, it might even increase it, in the sense that it might take fewer big changes in interest rates to make the necessary adjustment.

I don't see why efficiency would become more inefficient.

On the other hand, what could be difficult is a combination of factors in the environment. For example, we're starting to see changes in the real estate market — right now, everything is so hot that we don't even think house prices could go down.

On the other hand, within a few years, there could be major changes. The situation would become complicated if there were an adjustment in house prices and inflation, and if rates had to be raised at the same time. It wouldn't be easy. I think these are situations we'll have to consider. I don't think it's necessarily going to happen, but I don't think I'd question the efficiency as such.

Senator Bellemare: Do you think it's the unemployment rate that will increase the cost of monetary policy?

Mr. Beaudry: On the efficiency side, we might only need to raise interest rates a little to make exactly the adjustment needed. It's always the labour market that does most of the adjusting. That's how monetary policy works, but I don't think it would change much.

You may see things differently.

Senator Bellemare: Thank you.

[English]

Senator C. Deacon: Thank you very much for being with us, Mr. Beaudry.

I want to focus on the effect that interest rates have on exporters and on the Canadian and U.S. dollars. It plays a big role. I certainly hugely benefited when US\$1 delivered C\$1.60. It was easy to increase sales. It was a wonderful thing until the next seven or eight years after 2000, where it went to par; I didn't have the same benefit, and sales growth was a little tougher.

Est-ce que, à ce moment-là, augmenter encore les taux pour combattre l'inflation se ferait à un coût prohibitif? Quels sont vos commentaires sur l'efficacité de la politique monétaire à l'avenir?

M. Beaudry : Je dirais que l'efficacité peut encore exister. Si on défend l'efficacité, la capacité de contrôler la vitesse de l'économie et de contrôler l'inflation, je ne vois pas pourquoi le fait de se trouver dans une situation de taux d'intérêt réel un peu plus élevé réduirait cette efficacité. En fait, cela pourrait même l'augmenter, en ce sens que cela prendra peut-être moins de grands changements dans les taux d'intérêt pour faire l'ajustement nécessaire.

Je ne vois pas pourquoi l'efficacité deviendrait plus inefficace.

D'un autre côté, ce qui pourrait être difficile, c'est une combinaison de facteurs dans l'environnement. Par exemple, on commence à voir des changements sur le marché immobilier — en ce moment, tout est tellement chaud qu'on ne pense même pas que le prix des maisons pourrait rebaisser.

Par contre, d'ici quelques années, il pourrait y avoir des changements importants. La situation deviendrait compliquée s'il y avait un ajustement du côté des prix des maisons et s'il y avait de l'inflation, et s'il fallait remonter les taux en même temps. Ce ne serait pas facile. Je pense que ce sont des situations qu'il faudra envisager. Je ne crois pas que cela va nécessairement arriver, mais je ne crois pas que je remettrais en question l'efficacité comme telle.

La sénatrice Bellemare : Vous croyez que c'est le taux de chômage qui va augmenter le coût de la politique monétaire?

M. Beaudry : Du côté de l'efficacité, il se pourrait qu'on ait besoin d'augmenter seulement un peu les taux d'intérêt pour faire exactement l'ajustement nécessaire. C'est toujours le marché du travail qui fait une grosse partie de l'ajustement. C'est comme cela que fonctionne la politique monétaire, mais je ne crois pas que cela changerait beaucoup.

Vous voyez peut-être les choses différemment.

La sénatrice Bellemare : Merci.

[Traduction]

Le sénateur C. Deacon : Merci beaucoup d'être des nôtres, monsieur Beaudry.

Je veux me concentrer sur l'effet des taux d'intérêt sur les exportateurs et sur le dollar canadien et le dollar américain. Il joue un grand rôle. J'en ai certainement beaucoup profité lorsque 1 dollar américain donnait 1,60 dollar canadien. Il était facile d'augmenter les ventes. C'était merveilleux jusqu'aux sept ou huit années suivantes, après l'année 2000, où le dollar a atteint la parité; je n'avais pas les mêmes avantages, et la croissance des ventes était un peu plus difficile.

We've had an exchange rate in the range of C\$1.30 or C\$1.40 for US\$1 for the last seven years or so. As we disengage our interest rate policy — if we do — from the United States, have you thought through the implications in that regard? Because it certainly can have a big effect on business.

Mr. Beaudry: Certainly. One of the big risks I'm questioning right now is the different speeds between Canada and the U.S. and how the exchange rate will adjust to that. Right now, everything in the U.S. is pointing to delaying a reduction in interest rates. It could be that the U.S. stays at the current rates, or close to them, for quite a while. It could change, it could slow down a lot in the U.S., but right now it's growing quite quickly and inflation is not coming down anymore, so it could stay.

In Canada, everything is pointing in the direction of a reduction in some of these rates. Because our mortgage market is very different, interest rates have impacted households a lot more quickly, and it has really slowed down the Canadian economy. So we might be decreasing rates. When you have that spread between Canadian and U.S. rates getting quite big, so if it starts increasing 50, 75, 100 basis points, you generally start getting a depreciation of the Canadian dollar. Now, there are different parts that this helps and hurts. As exporters, there are aspects that it helps; as consumers, there are parts that are difficult, and there is the inflation part that directly increases the prices of a lot of imported goods. So there are a lot of ramifications there, and it is one of the risks that I think is there in the background.

As we go forward, if we have this two-speed aspect between Canada and the U.S., I'm worried that there could be an adjustment on the exchange rate. And there's not only a good side. You've pointed to the good side, but we import a lot of capital goods and they become more expensive, so it's not as simple as that.

Senator C. Deacon: I'd love to follow up briefly, chair.

For me, that's sort of the risk. The United States is seeing tremendous productivity growth that we are not. If you're getting increases in sales and everything looks great based purely on interest rates, the trouble is the cost of goods we're importing is going to be much higher, which is going to create inflationary pressure. There could be a crack in the system at a certain point in time that would be quite worrisome if we allow ourselves to disengage too much from U.S. rates.

Nous avons un taux de change de l'ordre de 1,30 dollar canadien ou de 1,40 dollar canadien pour 1 dollar américain depuis environ sept ans. Au moment où nous dissocierons notre politique de taux d'intérêt — si nous le faisons — de celle des États-Unis, avez-vous bien réfléchi aux répercussions à cet égard? Parce que cette mesure peut certainement avoir un effet important sur les entreprises.

M. Beaudry : Tout à fait. L'un des grands risques que je remets en question en ce moment, c'est la différence de vitesse entre le Canada et les États-Unis et la façon dont le taux de change s'adaptera à cette différence. Actuellement, aux États-Unis, tout pointe vers un report de la réduction des taux d'intérêt. Il se peut que ce pays conserve les taux actuels, ou des taux qui s'en rapprochent, pendant un certain temps. La situation pourrait changer, l'économie pourrait ralentir considérablement aux États-Unis, mais, à l'heure actuelle, elle croît très rapidement et l'inflation ne diminue plus, alors les taux pourraient stagner.

Au Canada, tout pointe vers une réduction de certains des taux. Comme notre marché hypothécaire est très différent, les taux d'intérêt ont touché les ménages beaucoup plus rapidement, et cela a vraiment ralenti l'économie canadienne. Alors nous pourrions réduire les taux. Lorsque l'écart entre les taux canadiens et américains devient assez important, donc si les taux commencent à augmenter de 50, 75 ou 100 points de base, on commence généralement à avoir une dépréciation du dollar canadien. Or, cette situation aide et nuit à différentes parties. En tant qu'exportateurs, elle nous aide à l'égard de certains aspects; en tant que consommateurs, il y a des parties qui sont difficiles, et il y a l'inflation qui fait augmenter directement le prix de beaucoup de biens importés. Alors il y a beaucoup de répercussions, et c'est l'un des risques qui, selon moi, est présent en arrière-plan.

Pour l'avenir, si nous avons cet aspect de deux vitesses entre le Canada et les États-Unis, je crains qu'il y ait un ajustement du taux de change. Et il n'y a pas qu'un bon côté. Vous avez parlé du bon côté des choses, mais nous importons beaucoup de marchandises d'équipement qui coûtent de plus en plus cher, alors ce n'est pas aussi simple que cela.

Le sénateur C. Deacon : J'aimerais poursuivre brièvement, madame la présidente.

À mes yeux, c'est un peu le risque. Les États-Unis connaissent une croissance exceptionnelle au chapitre de la productivité, contrairement au Canada. Si les ventes augmentent et que tout a l'air bien beau parce qu'on se fonde uniquement sur les taux d'intérêt, le problème, c'est que le coût des biens que nous importerons sera beaucoup plus élevé, ce qui créera une pression inflationniste. À un moment donné, il pourrait y avoir une faille dans le système qui serait très inquiétante si nous nous permettons de trop nous dissocier des taux américains.

Mr. Beaudry: I completely agree with you. I mentioned a little bit in my opening statement that one of the reasons things might be slower in decreasing the rates in Canada is exactly that. Once we get a little bit further away from the U.S. rates, I think that pressure is going to mount. You can't get too far away without having a really big adjustment on the Canadian dollar. Yes, I completely agree that is a danger, and in some sense, it has to be that some aspects of growth have to pick up in Canada to be more in line and get away from that risk. But it's not easy to see where that will come from.

Senator Martin: Thank you, Mr. Beaudry. In your June 2023 speech to the Greater Victoria Chamber of Commerce, you suggested that long-term interest rates in Canada could remain higher than they were in the pre-pandemic period. We've been talking about that. You mentioned four key forces that kept interest rates lower in the pre-pandemic years that have now shifted post-pandemic.

My question is this: In addition to those four points, what role or impact does rising government debt play in this outlook? Will this increase in public debt exacerbate efforts to bring interest rates down? If so, how much of a factor will it be?

Mr. Beaudry: When we look at a lot of these long-term rates aspects, it really is the international market. Debt matters, but almost like an international aspect, because all the open capital markets make it so that a lot of this gets moved across borders and things. So with respect to how much Canadian debt is affecting the Canadian long-term rates, it's not a big effect. Now, if we got to a level where there was a sense of default in Canada or Canada couldn't pay its debt, that would be a different thing. But just the mass of Canadian debt doesn't directly make a big difference.

Where it makes a difference is when looking at all the countries together, so Canada, the U.S., Europe, Japan, putting out this amount of debt, that together plays a role of saying in the overall system — again, when I was talking about this balance between savings and investment, it's savings and kind of using these different things. If there are more and more objects that have to be held, the overall debt in the world does play a role. So one of the forces that pushes up these longer rates is the amount of debt, but on a world level. So the Canadian part of that, unless it's getting to a point where we start worrying we can't pay it back and people get to a point of non-confidence, I don't think it has a large effect on those longer rates.

M. Beaudry : Je suis entièrement d'accord avec vous. J'ai mentionné un peu dans ma déclaration préliminaire que c'est précisément l'une des raisons pour lesquelles la baisse des taux pourrait être plus lente au Canada. Une fois que nous nous serons un peu éloignés des taux américains, je pense que la pression va augmenter. On ne peut pas trop s'éloigner sans qu'il y ait un très gros rajustement du dollar canadien. Oui, je suis tout à fait d'accord pour dire que c'est un danger et, dans un certain sens, il faut que certains aspects de la croissance reviennent au Canada afin que l'on soit plus aligné et que l'on échappe à ce risque. Mais il n'est pas facile de voir d'où viendra cette croissance.

La sénatrice Martin : Merci, monsieur Beaudry. Dans votre discours de juin 2023 devant la Chambre de commerce du Grand Victoria, vous avez laissé entendre que les taux d'intérêt au Canada pourraient, à long terme, demeurer plus élevés qu'ils ne l'étaient avant la pandémie. Nous en avons parlé. Vous avez mentionné quatre forces clés qui ont maintenu les taux d'intérêt à un niveau plus bas dans les années qui ont précédé la pandémie et qui ont maintenant changé après la pandémie.

Ma question est la suivante : en plus de ces quatre éléments, quel rôle ou quel impact l'augmentation de la dette publique joue-t-elle dans ces perspectives? L'augmentation de la dette publique exacerbera-t-elle les efforts visant à faire baisser les taux d'intérêt? Si c'est le cas, dans quelle mesure s'agira-t-il d'un facteur?

M. Beaudry : Si nous regardons un grand nombre des aspects des taux à long terme, c'est vraiment le marché international. La dette a de l'importance, mais presque comme un aspect international, parce que tous les marchés de capitaux ouverts font en sorte qu'une grande part de celle-ci est déplacée au-delà des frontières et ce genre de choses. Alors, en ce qui concerne l'incidence de la dette canadienne sur les taux canadiens à long terme, ce n'est pas un effet important. Si nous en arrivions à un stade où on aurait un sentiment de défaut de paiement au Canada ou l'impression que le pays ne peut pas rembourser sa dette, ce serait différent. Mais la simple masse de la dette canadienne ne change pas grand-chose.

Là où la dette change la donne, c'est lorsque l'on regarde tous les pays ensemble, c'est-à-dire le Canada, les États-Unis, l'Europe, le Japon, qui contractent une dette considérable qui, cumulativement, joue un rôle dans le système global... encore une fois, lorsque je parlais de cet équilibre entre l'épargne et l'investissement, il s'agit de l'épargne et de l'utilisation de ces différentes choses. S'il y a de plus en plus d'objets à détenir, la dette globale dans le monde joue un rôle. Alors, l'une des forces qui feront grimper ces taux à long terme, c'est le montant de la dette, mais à l'échelle mondiale. Donc, pour ce qui est de la partie canadienne, à moins que nous en arrivions à un stade où nous commençons à craindre de ne pas pouvoir la rembourser et où les gens en arrivent à perdre confiance, je ne pense pas qu'elle ait un effet important sur les taux à long terme.

Senator Martin: Well, that offers some assurance, but at the same time, I know that our debt-servicing costs are rising and that is a big concern as a Canadian.

Going back, we were talking about how what's been happening with inflation in the United States is still alive and well. Last June, Statistics Canada published a report suggesting imports from the United States can influence Canada's domestic inflation by as much as 50%. You were responding earlier to Senator C. Deacon, and I'm just wondering how concerned we should be about that.

Mr. Beaudry: I think it is an important concern. The path through traditionally takes a while. It will depend on the speed a bit. Again, I'm very worried that if Canada and the U.S. stay at these very different speeds, then there is going to be pressure for us to reduce rates, and then you get into the exchange rate, and we talked about the imported goods and how they come back and we get into a real problem there. So I get worried there. We'll have to see how things run their course.

Still, in the U.S., that growth is doing well. I think it's going to be sustained for a while, but it might slow down. There are a lot of others who actually think there will be a bit more slowdown, and a bit more pickup in Canada. We might not diverge that much and be okay; however, if we do diverge and keep on diverging, I understand the worries you're expressing, and the exchange rate could need to adjust. Sometimes we see things in the exchange rate market. It hasn't been moving a lot for the last several years — though there are ups and downs — but exchange rates are fickle too. If all of a sudden, there is a bad run and everyone starts thinking, "Well, Canada does not look like a great place," and so on, then, yes, you can get quick movement and that would not be good for inflation.

The Chair: Thank you very much.

[*Translation*]

Senator Miville-Dechêne: Welcome, Professor Beaudry. As you mentioned, the economy remains stronger than expected, despite slightly higher inflation of 0.5% in the United States.

The Americans are managing to keep their economy strong with sustained consumption and business and government spending that remains robust. Why can't Canada achieve the same result?

La sénatrice Martin : Eh bien, cette réponse nous donne une certaine assurance, mais, en même temps, je sais que le coût du service de la dette augmente, ce qui préoccupe grandement les Canadiens.

Pour revenir en arrière, nous disions que l'inflation est toujours bien présente aux États-Unis. En juin dernier, Statistique Canada a publié un rapport selon lequel les importations en provenance de ce pays peuvent influencer sur l'inflation intérieure du Canada dans une proportion pouvant atteindre 50 %. Vous avez répondu plus tôt au sénateur C. Deacon, et je me demande à quel point cette possibilité devrait nous préoccuper.

M. Beaudry : Selon moi, il s'agit d'une préoccupation importante. Le parcours a toujours pris un certain temps. Sa durée dépend un peu de la vitesse. Encore une fois, je crains fort que, si le Canada et les États-Unis maintiennent ces vitesses très différentes, il y ait des pressions pour que nous réduisions les taux, puis il y a le taux de change, et nous avons parlé des biens importés et du fait qu'ils reviennent, et nous nous retrouvons avec un réel problème. Alors, je m'inquiète à cet égard. Il faudra voir comment les choses vont se dérouler.

Pourtant, aux États-Unis, la croissance va bon train. Je pense qu'elle se maintiendra pendant un certain temps, mais elle pourrait ralentir. Bien d'autres personnes pensent qu'il y aura un peu plus de ralentissement, et une reprise un peu plus importante au Canada. Nous pourrions ne pas tellement diverger et bien nous porter; cependant, si nous divergeons et continuons de le faire, je comprends les inquiétudes que vous exprimez, et il pourrait falloir ajuster le taux de change. Parfois, nous voyons des choses sur le marché des taux de change. Il ne fluctue pas beaucoup depuis plusieurs années — bien qu'il y ait des hauts et des bas —, mais les taux de change ne sont pas non plus constants. Si, soudainement, il y a une mauvaise passe et que tout le monde commence à se dire : « Eh bien, le Canada n'a pas l'air d'un endroit très bien », et ainsi de suite, alors, oui, il pourrait y avoir une fluctuation rapide, et ce ne serait pas bon pour l'inflation.

La présidente : Merci beaucoup.

[*Français*]

La sénatrice Miville-Dechêne : Bienvenue, professeur Beaudry. Vous l'avez mentionné : l'économie demeure plus forte que prévu, malgré une inflation légèrement plus élevée de 0,5 % aux États-Unis.

Les Américains arrivent à garder leur économie forte avec une consommation soutenue et des dépenses d'entreprise et d'administration publique qui demeurent robustes. Pourquoi le Canada n'arrive-t-il pas au même résultat?

I know my colleague Senator Deacon talked about our productivity difficulties, but are there other factors that explain why we have a poorer economic result?

Mr. Beaudry: Certainly. There are two different things. More fundamentally and in the longer term, I think productivity is one of them.

The exact answer to why we have this productivity deficit... I can give you some ideas, but I don't have a crystal ball. If I could answer that challenge, it would be extraordinary.

On the direct and short-term side, we have a mortgage system that is very different from that of the United States. So the fact that the slowdown is greater in Canada than in the U.S. is not really surprising, because here we have a lot more short-term mortgages and a lot more people taking out variable-rate mortgages. The rise in interest rates is fairly similar in the U.S. and Canada, but here it's hitting a lot more people or households directly, let's say, because of some of their costs. In the U.S., on the other hand, there are many people who will be almost unaffected. They may have 20- to 25-year fixed-rate mortgages, so there are very few people who are affected directly.

I think in the short term, it's clear why the same interest rates have affected Canada much more. In the longer term, this growth is really based on productivity. It's a good question and it's a very significant challenge for Canada.

Senator Miville-Dechêne: So you said you didn't want to talk about it, but why don't you venture to explain why you think our productivity is lower than that of the United States?

Mr. Beaudry: I can talk about it, but you have to look at every element and every aspect.

The most striking thing is that when you divide up the different sectors across Canada, you find that the high-productivity sectors in the U.S., which include the high-tech and IT sectors, are much larger on this side. The sectors that have performed best in the U.S. in terms of productivity are relatively smaller sectors in Canada.

The question is why we haven't managed over time to invest more in these sectors and why we've stayed in sectors where productivity is increasing less. It takes a change or transfer in the economy to move into these sectors.

It's not easy — it's not like we're not going there at all, but it's still relatively slow.

Je sais que mon collègue le sénateur Deacon a parlé de nos difficultés de productivité, mais y a-t-il d'autres facteurs qui expliquent que nous avons un plus piètre résultat économique?

M. Beaudry : Certainement. Il y a deux choses différentes. Plus fondamentalement et à plus long terme, je pense que la productivité est l'un de ces éléments.

La réponse exacte à la question de savoir pourquoi on a ce déficit de productivité... Je peux vous donner des idées, mais je n'ai pas de boule de cristal. Si je pouvais répondre à ce défi, ce serait extraordinaire.

D'un côté direct et à court terme, on a un système d'hypothèque qui est très différent de celui des États-Unis. Donc, le ralentissement qui est plus important au Canada qu'aux États-Unis n'est pas vraiment surprenant, car on a ici beaucoup plus d'hypothèques à court terme et beaucoup plus de gens qui contractent des hypothèques à taux variables. L'augmentation des taux d'intérêt est assez semblable aux États-Unis et au Canada, mais ici, cela frappe beaucoup plus de gens ou de ménages directement, disons, à cause de certains de leurs frais. Aux États-Unis, à l'opposé, il y a beaucoup de gens qui ne seront presque pas affectés. Ils peuvent avoir des hypothèques de 20 à 25 ans à taux fixe, ce qui fait qu'il y a peu de personnes qui sont affectées directement.

Je pense qu'à court terme, on comprend bien pourquoi les mêmes taux d'intérêt ont beaucoup plus affecté le Canada. À plus long terme, cette croissance est vraiment basée sur la productivité. C'est une bonne question et c'est un défi très important pour le Canada.

La sénatrice Miville-Dechêne : Donc, vous avez dit que vous ne vouliez pas en parler, mais pourquoi ne vous risquez-vous pas à nous expliquer pourquoi vous croyez que notre productivité est plus basse que celle des États-Unis?

M. Beaudry : Je peux en parler, mais il faut regarder chaque élément et regarder de tous les côtés.

Le plus frappant, c'est que quand on divise les différents secteurs à travers le Canada, on s'aperçoit que les secteurs à grande productivité aux États-Unis, qui incluent le secteur de la haute technologie et de l'informatique, sont beaucoup plus importants de ce côté. Les secteurs qui ont été les plus performants aux États-Unis sur le plan de la productivité sont des secteurs relativement plus petits au Canada.

La question est de savoir pourquoi on n'a pas réussi avec le temps à investir davantage dans ces secteurs et pourquoi on est resté dans des secteurs où la productivité augmente moins. Il faut un changement ou un transfert dans l'économie pour se diriger vers ces secteurs.

Ce n'est pas facile — ce n'est pas comme si on n'y allait pas du tout, mais c'est quand même relativement lent.

Senator Miville-Dechêne: Thank you.

[*English*]

The Chair: Mr. Beaudry, I want to ask you about an issue that I'm surprised nobody has raised. I read the remarks a week or 10 days ago from Senior Deputy Governor Carolyn Rogers. She was talking about productivity but also the economy more generally. She said, "You know those signs that say 'In an emergency, break the glass?'" Well, it's time to break the glass . . ."

You know better than most that officials from the Bank of Canada seldom speak so bluntly. Were you surprised, and do you agree?

Mr. Beaudry: I certainly am not surprised, and I do think I agree. If we have one big issue to bring together a lot of people in Canada who can agree there's a productivity problem, it's the long-term welfare of Canadians. It's very hard to think that you'll have living standards going up in Canada without an increase.

Often, it's much easier to think about the short-term problems. These are long-term. When you're going to talk about them, these are things for which we have to find solutions that are not necessarily easy. We have a lot of tensions around figuring out the solutions and which costs we're ready to cut somewhere else to arrive at them.

Yes, it is one of the biggest challenges for Canada to think about and figure out what it's going to do about right now. We have climate transition on top of that, so we need to think about, within this context, how we're going to do that and get productivity to better grow. Also, it's not only relative to the U.S. It's relative to almost all advanced economies. We're at the bottom end. Italy seems to be doing as poorly as we are, but that's about it.

The Chair: How do you interpret "breaking the glass"?

Mr. Beaudry: No solutions were proposed there. She was saying "breaking the glass" without saying what was on the other side.

The way to think about it is to ensure no subject is taboo and open up the discussion on all fronts to say, "Let us be open, create a whole group, think about it, move forward, brainstorm and try to find a way to get around this." This is not something where you have to hold back. That's the only part of "breaking the glass" that I see right now.

The Chair: This sounds like every report we've done recently, the Banking Committee, asking for that.

La sénatrice Miville-Dechêne : Merci.

[*Traduction*]

La présidente : Monsieur Beaudry, je voudrais vous demander votre avis au sujet d'une question que personne n'a soulevée. Il y a une semaine ou 10 jours, j'ai lu les observations de la première sous-gouverneure, Carolyn Rogers. Elle parlait de productivité, mais aussi de l'économie en général. Elle a dit : « Vous connaissez les affiches qui disent : "En cas d'urgence, cassez la vitre" ? Eh bien, le temps est venu de casser la vitre. »

Vous savez mieux que quiconque que les représentants de la Banque du Canada parlent rarement aussi franchement. Avez-vous été surpris, et êtes-vous d'accord?

M. Beaudry : Je ne suis certainement pas surpris, et je pense que je suis d'accord. S'il existe un enjeu important pouvant réunir au Canada beaucoup de gens qui peuvent s'entendre sur le fait qu'il y a un problème de productivité, c'est bien le bien-être à long terme des Canadiens. Il est très difficile d'imaginer qu'il puisse y avoir une hausse du niveau de vie au Canada sans qu'il y ait d'augmentation.

Souvent, il est beaucoup plus facile de penser aux problèmes à court terme. Ceux-ci sont à long terme. S'il faut en parler, ce sont des choses auxquelles nous devons trouver des solutions qui ne sont pas nécessairement faciles. Il y a beaucoup de tensions entourant la recherche de solutions et les coûts que nous sommes prêts à réduire ailleurs pour y parvenir.

Oui, c'est l'un des plus grands défis pour le Canada qui doit réfléchir à ce qu'il va faire et le déterminer maintenant. Il y a la transition climatique qui s'ajoute à cela, alors nous devons réfléchir, dans ce contexte, à la façon dont nous allons procéder et faire en sorte que la productivité augmente davantage. En outre, ce n'est pas seulement par rapport aux États-Unis. C'est par rapport à presque toutes les économies avancées. Nous sommes au bas de l'échelle. L'Italie semble faire aussi piètre figure que nous, mais c'est à peu près tout.

La présidente : Comment interprétez-vous l'expression « casser la vitre »?

M. Beaudry : Ce n'était pas une proposition de solution. Elle a dit qu'il fallait « casser la vitre », sans dire ce qu'il y avait de l'autre côté.

Je pense que cela signifie qu'on doit veiller à ce qu'aucun sujet ne soit tabou, ouvrir la discussion sur tous les fronts et dire : « Faisons preuve d'ouverture, formons un seul et même groupe, réfléchissons à cela, allons de l'avant, brassons des idées et essayons de trouver une solution. » Il n'y a pas lieu de se retenir à cet égard. Je ne vois pas d'autre signification à l'expression « casser la vitre » à ce moment-ci.

La présidente : Cela ressemble à ce que demande le comité des banques dans tous les rapports qu'il a produits récemment.

Senator Yussuff: Thank you, Mr. Beaudry, for being here.

As you know, we are talking about rates at the national bank in terms of trying to manage inflation. A number of economists have said that the high rates at the bank are contributing to the stubbornness of getting inflation down, given that so many people, through their mortgages and their capacity to service their debt, are having to endure that. That, in itself, is contributing to inflation. The bank seems to be deaf to this point, because it doesn't think its efforts should include trying to indicate to Canadians that this is an issue they need to tackle on their own.

We're seeing overall inflation coming down, but if the rates don't start dropping significantly, isn't the bank also contributing to inflation, which Canadians are struggling with on a day-to-day basis?

Mr. Beaudry: Mechanically, you're exactly right. This is a by-product of monetary policy. Part of it raises rates, which includes mortgage costs that go into inflation. However, I think it is too narrow. That's like saying you're going to get a treatment for cancer and you're going to experience side effects. Some of those side effects are very unpleasant. At the same time, that doesn't mean you stop using that remedy. You recognize those side effects and you figure it out. You don't want the side effects to dominate the actual treatment, so you keep an eye on them. Many of the core measures remove those interest rates from the measure, so we're looking at goods that don't have those parts we're trying to look at.

That's exactly what the bank tries to do: cut out some of those parts, bring them through and figure out if they are underlying forces taking that out and bringing us back. Yes, there are indirect side effects of that policy on inflation, but I don't think the underlying inflation is driven primarily by that force.

Senator Yussuff: Of course. I didn't say that. I'm just saying it's contributing to it.

Mr. Beaudry: Exactly. I completely agree. As I said, it contributes to it. It's like some other kind of treatment where there are side effects. You don't want the side effects to be worse than the treatment, but you have both at the same time and you're trying to balance those things.

The Chair: Thank you for that.

I forgot to say this earlier, so let me say it now. I'll do it again at our next meeting, just as a reminder to all.

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

Comme vous le savez, nous parlons des taux de la banque nationale par rapport aux efforts en vue de contenir l'inflation. Selon un certain nombre d'économistes, les taux élevés de la banque contribuent à l'entêtement à réduire l'inflation, étant donné que beaucoup de gens, par leurs hypothèques et leur capacité à rembourser leur dette, doivent endurer cela. En soi, cela contribue à l'inflation. La banque semble faire la sourde oreille jusqu'à maintenant, car elle ne pense pas avoir à s'efforcer de faire comprendre aux Canadiens qu'il s'agit d'un problème qu'ils doivent régler eux-mêmes.

L'inflation globale diminue, mais si les taux ne commencent pas à baisser de façon importante, la banque ne contribue-t-elle pas également à l'inflation, avec laquelle les Canadiens sont aux prises au quotidien?

M. Beaudry : Sur le plan technique, vous avez tout à fait raison. C'est un effet secondaire de la politique monétaire. Une partie de cela entraîne une hausse des taux, ce qui comprend les coûts hypothécaires qui entrent en ligne de compte dans l'inflation. Cependant, je pense que c'est une vision trop étroite. C'est comme un traitement contre le cancer qui entraîne des effets secondaires. Certains de ces effets secondaires sont très désagréables. En même temps, cela ne veut pas dire que vous allez renoncer à ce remède. Vous constatez ces effets secondaires et vous trouvez une solution. Vous ne voulez pas que les effets secondaires priment sur le traitement proprement dit, alors vous les gardez à l'œil. Bon nombre des mesures de base ne prennent pas en compte ces taux d'intérêt, de sorte que nous examinons des biens qui n'incluent pas les éléments que nous cherchons à examiner.

C'est exactement ce que la banque essaie de faire, c'est-à-dire éliminer certains de ces éléments, les faire passer et déterminer s'il s'agit de forces sous-jacentes qui éliminent cela et qui nous ramènent en arrière. Oui, cette politique sur l'inflation a des effets secondaires indirects, mais je ne pense pas que l'inflation sous-jacente soit principalement attribuable à cette force.

Le sénateur Yussuff : Bien sûr. Ce n'est pas ce que j'ai dit. Je dis simplement que cela y contribue.

M. Beaudry : Exactement. Je suis tout à fait d'accord avec vous. Comme je l'ai dit, cela y contribue. C'est comme un autre type de traitement entraînant des effets secondaires. Vous ne voulez pas que les effets secondaires soient pires que le traitement, mais vous avez les deux en même temps et vous essayez de trouver un équilibre.

La présidente : Merci.

Il y a quelque chose que j'ai oublié de dire plus tôt, alors je vais le dire maintenant, et je le ferai de nouveau à notre prochaine réunion, à titre de rappel à tous.

Although it's easy to forget, all public committees are captioned in real time by professional parliamentary reporters. Captions allow members of the public to follow our deliberations, especially those who are deaf or hard of hearing. The text of the meeting captions is also used to prepare official transcripts.

I will take a moment now to recognize and thank parliamentary reporters Mary, Caroline, Mariann and Guylaine. They are not physically in the room with us, but they are following today's discussions closely and making our meeting accessible to all those who may be watching.

We can help viewers follow along by speaking one at a time, avoiding alternating between English and French in the middle of a sentence and by minimizing background noise. These best practices will help staff ensure accurate interpretation, transcription and captioning of proceedings.

I will remind us again that they don't want us to slow down too much, but if we can be clear in our enunciation, it helps everybody.

We have about 20 minutes remaining and will briefly go to a second round.

Senator Loffreda: Mr. Beaudry, I'm looking at an interview you recently did with CIBC, on January 30, 2024. As a former deputy governor of the Bank of Canada and a long-time leading light in Canada's academic circles, you were a significant contributor to the Bank of Canada's decisions from 2019 to 2023. As Deputy Governor, you left the bank with some interesting research papers and speeches on the long-term outlook of interest rates.

I would like you to elaborate. Given our current environment and putting your research into context, where do you feel interest rates should — and not only will — settle?

Mr. Beaudry: In terms of the "should," there is an aspect of where we want things. I don't know if it is where I think they will be. Where the long rates go is much more determined from an international perspective. It's a bit like saying where the oil price will go — it's an international perspective. In the long run, interest rates are determined by these international markets.

The "should" is hard to address. That's why it comes back to where it is, where we see the forces that we have to live with as Canadians, taking that as the general environment we'll be in and

Bien qu'il soit facile de l'oublier, tous les débats publics des comités sont sous-titrés en temps réel par des sténographes parlementaires professionnels. Les sous-titres permettent aux membres du public, surtout ceux qui sont sourds ou malentendants, de suivre nos délibérations. Ces sous-titres servent également à préparer les transcriptions officielles des réunions.

Je vais maintenant prendre un moment pour saluer et remercier les sténographes parlementaires, soit Mary, Caroline, Mariann et Guylaine. Elles ne sont pas présentes avec nous dans la salle, mais elles suivent de près les discussions d'aujourd'hui et les rendent accessibles à tous les gens qui nous regardent.

Nous pouvons aider les téléspectateurs à suivre nos débats en parlant un à la fois, en évitant d'alterner entre l'anglais et le français pendant une intervention et en réduisant au minimum les bruits de fond. Ces pratiques exemplaires aideront le personnel à assurer l'exactitude de l'interprétation, de la transcription et du sous-titrage des délibérations.

Je rappelle une fois de plus qu'il ne s'agit pas de trop ralentir notre débit, mais une prononciation claire aide tout le monde.

Il nous reste environ 20 minutes, et nous allons procéder à un bref deuxième tour.

Le sénateur Loffreda : Monsieur Beaudry, j'ai sous les yeux une entrevue que vous avez récemment accordée à la CIBC, le 30 janvier 2024. En tant qu'ancien sous-gouverneur de la Banque du Canada et sommité de longue date du milieu universitaire canadien, vous avez grandement contribué aux décisions de la Banque du Canada de 2019 à 2023. Les rapports de recherche que vous avez produits et les discours que vous avez prononcés en tant que sous-gouverneur de cette institution sur les perspectives à long terme des taux d'intérêt sont intéressants.

J'aimerais avoir des précisions. Compte tenu de l'environnement actuel, et en mettant vos recherches en contexte, pouvez-vous nous dire non seulement à quel niveau les taux d'intérêt vont s'établir, mais aussi à quel niveau ils devraient s'établir?

M. Beaudry : Pour ce qui est du « devraient », il y a un aspect qui concerne le niveau auquel nous voulons que les choses se situent. Je ne sais pas si elles seront là où je le pense. L'orientation des taux à long terme est beaucoup plus déterminée à l'échelle internationale. C'est un peu comme prédire l'orientation du prix du pétrole; c'est quelque chose d'international. À long terme, les taux d'intérêt sont déterminés par les marchés internationaux.

Il est difficile de répondre à cette question du « devraient ». C'est pourquoi cela revient à la situation actuelle, où nous voyons les forces avec lesquelles nous devons composer en tant

being prepared for that. Coming back to that aspect, interest rates might go back to pre-pandemic levels, but most indicators would tell me that the risk or balance is that they won't go all the way back — though that doesn't mean it's impossible for them to. We have to prepare ourselves for that on all levels — at the household, business and government levels — and take that into account. But I don't think we should try to think about where they should be. The world is what it is and will give us the interest rates that we will have to live with.

Senator Loffreda: The reason I ask is because of the government debt levels all over the world and the debt level of the Canadian consumer. Do you feel we could sustain high interest rates on a long-term basis?

Mr. Beaudry: In thinking about that, we can look at the households, businesses and government.

On the household front, some households will not be able to sustain that if we stay within this high-interest-rates regime — the ones that are currently finding a way to get around it. Yes, there would be an adjustment. If interest rates stay at this high level, there will have to be an adjustment in some of the house prices in Canada to make housing more affordable, because it's a cross-product of that. That's an adjustment we have to think about and be prepared for. Again, I'm not suggesting a complete crash or anything. It's just that the debt service ratio is very expensive.

It's the same thing with governments. If the interest rates stay high, the debt service ratio is higher, and that means adjusting on other fronts and having to cut spending elsewhere. Real adjustments have to be made on many fronts.

At the same time, if you look at the balance sheets of Canadians in general — again, I want to specify that there are some who couldn't afford this, but many Canadians could. It doesn't mean they'll be happy to afford it, but the reality is that the balance sheets of many Canadian households who have houses and things are in very good shape right now. There is a lot of room such that people can live through this, although it won't be pleasant.

At the same time, you have to remember that interest rates don't disappear. They're going to other households that are actually making money too. There are all sorts of aspects that balance out in the end, but it is a real challenge from some parts of it. When it stays high, there is a subset of households that will find it very difficult. The governments will have a lot of adjustments to make too, because they got used to an environment with very low rates.

que Canadiens, en considérant cela comme l'environnement général dans lequel nous évoluerons et en nous préparant pour cela. Pour revenir à cet aspect, les taux d'intérêt pourraient revenir aux niveaux d'avant la pandémie, mais la plupart des indicateurs me laissent penser qu'ils risquent de ne pas revenir tout à fait à ces niveaux, même si cela n'est pas impossible pour autant. Nous devons nous préparer à cela à tous les échelons — à l'échelon des ménages, des entreprises et des gouvernements — et en tenir compte. Mais je ne pense pas que nous devrions essayer de réfléchir au niveau où ils devraient être. Le monde est ce qu'il est, et il nous donnera les taux d'intérêt avec lesquels nous devons composer.

Le sénateur Loffreda : Si je pose la question, c'est à cause des niveaux d'endettement des gouvernements partout dans le monde et du niveau d'endettement des consommateurs canadiens. Pensez-vous que nous pourrions supporter des taux d'intérêt élevés à long terme?

M. Beaudry : Pour réfléchir à cela, nous pouvons examiner les ménages, les entreprises et le gouvernement.

En ce qui concerne les ménages, certains d'entre eux — ceux qui trouvent actuellement une façon de s'en sortir — seront incapables de supporter ce régime de taux d'intérêt élevés. Oui, il y aurait un rajustement. Si les taux d'intérêt demeurent élevés, il faudra rajuster le prix de certaines maisons au Canada pour rendre le logement plus abordable, car c'est un sous-produit de cela. Nous devons réfléchir à ce rajustement et nous y préparer. Là encore, je ne suis pas en train de dire qu'il y aura un effondrement complet ou quelque chose de ce genre. C'est simplement que le ratio du service de la dette est très élevé.

Il en va de même pour les gouvernements. Si les taux d'intérêt demeurent élevés, le ratio du service de la dette est plus élevé, ce qui signifie qu'il doit y avoir des rajustements sur d'autres fronts et des réductions de dépenses ailleurs. De véritables rajustements doivent être faits sur plusieurs fronts.

En même temps, si vous examinez la situation financière des Canadiens en général... Là encore, je tiens à préciser que certains ne pourraient pas se payer cela, mais de nombreux Canadiens le pourraient. Cela ne veut pas dire qu'ils seront heureux de le pouvoir, mais la réalité, c'est que la situation financière de nombreux ménages canadiens qui possèdent des maisons et des biens est très bonne à l'heure actuelle. Il y a beaucoup de marge de manœuvre, de sorte que les gens pourront survivre à cela, mais ce ne sera pas agréable.

Par ailleurs, il ne faut pas oublier que les taux d'intérêt ne disparaissent pas. Ils vont vers d'autres ménages qui font aussi de l'argent. Il y a toutes sortes d'éléments qui s'équilibrent au bout du compte, mais il s'agit d'un véritable défi à certains égards. S'ils demeurent élevés, il y a un sous-ensemble de ménages qui trouveront cela très difficile. Les gouvernements auront aussi beaucoup de rajustements à faire, car ils se sont habitués à un environnement où les taux sont très bas.

[Translation]

Senator Gignac: I'd like to touch on a subject that hasn't been addressed so far: demographics, immigration and its role. Canada is experiencing its strongest growth since 1967, and 98% of this growth is linked to immigration.

I'd like to understand the impact of immigration on productivity gains. Companies seem to be relying more on temporary immigrants to fill their sales needs, rather than investing. Is this significant increase in temporary workers positive or negative in terms of productivity, and what is the impact on the neutral rate? I know this is an abstract economist's concept. Does all this have an upward or downward impact? If we take GDP per capita, we're currently in a recession; GDP per capita is back to 2016 levels.

Mr. Beaudry: There are two questions about immigration in general and the recent surge in temporary workers. In my opinion, productivity and the speed of immigration are two different things. Immigration neither helps nor reduces productivity. There are many positive aspects to immigration, such as diversity and other elements, but if you want to ensure productivity growth, it's not the way to solve the problem.

In the short term, especially when there are a lot of temporary workers — who are not the most skilled workers — it mechanically reduces productivity in Canada.

If you look at the link between productivity growth and population across countries, essentially, it's zero. That's not the way to achieve growth. What was your second question?

Senator Gignac: Is there any impact on the neutral rate?

Mr. Beaudry: Canadian deficits or debt for the neutral rate are determined more internationally. Immigration to Canada affects the neutral rate very minimally. It's for the same reason that I think the national debt, unless you're on the verge of bankruptcy, doesn't create a lot of problems with respect to the neutral rate.

We need to know how to live with this rate, which is determined internationally.

Senator Bellemare: Let me take you back to your former life as a banker at the Bank of Canada. I imagine you're still interested in this subject.

What's your opinion on the fact that we're seeing more and more central banks have monetary policy committees made up of

[Français]

Le sénateur Gignac : J'aimerais aborder un sujet qui n'a pas été abordé jusqu'ici : la démographie, l'immigration et son rôle. Le Canada connaît la croissance la plus forte depuis 1967, et 98 % de cette croissance sont liés à l'immigration.

J'aimerais comprendre l'impact de l'immigration sur les gains en matière de productivité. Les entreprises semblent recourir davantage aux immigrants temporaires pour combler leurs besoins sur les ventes au lieu d'investir. Est-ce positif ou négatif sur le plan de la productivité, cette hausse importante des travailleurs temporaires, et quel est l'impact sur le taux neutre? Je sais que c'est un concept abstrait d'économiste. Est-ce que tout cela a un impact à la hausse ou à la baisse? Si on prend le PIB per capita, on est actuellement en récession; le PIB per capita est revenu au niveau de 2016.

M. Beaudry : Il y a deux questions qui concernent l'immigration en général et la poussée récente des travailleurs temporaires. À mon avis, la productivité et la vitesse d'immigration sont deux choses différentes. L'immigration ne vient pas aider ni réduire la productivité. Il y a beaucoup de côtés positifs à l'immigration, comme la diversité et d'autres éléments, mais si on veut assurer une croissance de la productivité, ce n'est pas la façon de résoudre le problème.

À court terme, en particulier lorsqu'il y a beaucoup de travailleurs temporaires — qui ne sont pas les travailleurs les plus qualifiés —, cela réduit mécaniquement la productivité au Canada.

Si on regarde le lien entre la croissance de productivité et la population à travers les pays, essentiellement, c'est zéro. Ce n'est pas comme cela qu'on réussit à avoir de la croissance. Quelle était votre deuxième question?

Le sénateur Gignac : Est-ce qu'il y a un impact sur le taux neutre?

M. Beaudry : Les déficits ou la dette canadienne pour le taux neutre sont davantage déterminés à l'échelle internationale. L'immigration au Canada affecte le taux neutre de façon très minimale. C'est pour la même raison que je pense que la dette nationale, à moins d'être au bord de la faillite, ne crée pas beaucoup de problèmes par rapport au taux neutre.

Il faut savoir comment vivre avec ce taux qui est déterminé à l'international.

La sénatrice Bellemare : Je vous ramène à votre ancienne vie de banquier à la Banque du Canada. J'imagine que vous vous intéressez toujours à ce sujet.

Quelle est votre opinion sur le fait qu'on observe que de plus en plus de banques centrales ont des comités de la politique

external members? In some countries, the number of external members is even higher than the number of internal members.

Don't you think that if Canada did this, it would solve some of the problems with today's monetary policy? As Tiff Macklem himself said, econometric models can no longer be trusted. Uncertainty is omnipresent, and making decisions in a small group where everyone thinks alike increases the probability of getting it wrong. If we had a more considered monetary policy, with monetary and economic experts from different backgrounds, would that be preferable? What do you think?

Mr. Beaudry: I think it's a good idea to have a little more diversity on the committee within the central bank. Mixing internal and external people is a good idea. On the other hand, I'd say I support the idea, because there's been a little movement in that direction with the addition of an external member. It's moving a bit in that direction.

Maybe there will be another one added in the future. It's a very good idea. If you look at the countries that have diversity on these committees and the decisions they've made in recent years, I don't see any correlation. I think it's a good idea, but I don't think it would change the final decisions very much.

I don't believe that countries with a greater diversity of members make very different decisions from other countries.

Senator Bellemare: When you hear that the productivity problem is very serious in Canada, do you think that Canada has had much higher real interest rates than the average of other countries for too long? Is there a relationship between higher real interest rates and weak investment and productivity?

Mr. Beaudry: There's certainly an element of that, but I don't think it's an essential element. It's been a long time since we had low interest rates, so we should have picked ourselves up then.

[English]

Senator C. Deacon: Mr. Beaudry, thank you very much. The Rogers speech did get into some specifics. I was pleased with what I saw in that regard. The need for investment to address the mismatch between labour needs and labour skills in Canada — especially amongst new Canadians — a lack of focus on growing high-value applications of technology across our economy, a lack of investment in IP and machinery, and the limited pro-competitive policy stance that we've had for a long time that has effectively protected oligopolies and resulted in a lot of

monétaire composés de membres externes? Dans certains pays, le nombre de membres externes est même plus élevé que celui des membres internes.

Ne croyez-vous pas que si le Canada faisait cela, cela résoudrait certains problèmes par rapport à la politique monétaire d'aujourd'hui? Comme le disait Tiff Macklem lui-même, on ne peut plus se fier aux modèles économétriques. L'incertitude est omniprésente et le fait de prendre des décisions en petit groupe dont les membres pensent tous pareil fait augmenter la probabilité de se tromper. Si on avait une politique monétaire plus réfléchie, avec des experts en matière monétaire et économique qui sont issus de milieux différents, est-ce que ce serait préférable? Qu'en pensez-vous?

M. Beaudry : Je crois que c'est une bonne idée d'avoir un peu plus de diversité dans le comité au sein de la banque centrale. Mélanger des personnes de l'interne et de l'externe est une bonne idée. D'un autre côté, je dirais que j'appuie cette idée, car il y a eu un petit mouvement dans cette direction avec l'ajout d'un membre de l'externe. Cela bouge un peu dans cette direction.

Il y en aura peut-être un autre qui s'ajoutera à l'avenir. C'est une très bonne idée. Si on regarde les pays qui ont une diversité au sein de ces comités et les décisions qu'ils ont prises dans les dernières années, je ne vois pas de corrélation. Je pense que c'est une bonne idée, mais je ne crois pas que cela changerait beaucoup les décisions finales.

Je ne crois pas que les pays qui ont une plus grande diversité de membres prennent des décisions très différentes des autres pays.

La sénatrice Bellemare : Lorsqu'on pense que le problème de la productivité est très grave au Canada, croyez-vous que le Canada a eu pendant trop longtemps des taux d'intérêt réels beaucoup plus élevés que la moyenne des autres pays? Est-ce qu'il y a une relation entre les taux d'intérêt réels plus élevés et la faiblesse de l'investissement et de la productivité?

M. Beaudry : Il y a certainement un élément, mais je ne crois pas que c'est un élément essentiel. Cela fait longtemps qu'on a eu des taux d'intérêt bas, donc on aurait dû se reprendre à ce moment-là.

[Traduction]

Le sénateur C. Deacon : Merci beaucoup, monsieur Beaudry. Dans son discours, Mme Rogers est entrée dans les détails. J'étais content de ce que j'ai vu à cet égard. La nécessité d'investir pour remédier à la disparité entre les besoins en main-d'œuvre et les compétences professionnelles au Canada — surtout chez les nouveaux Canadiens —, l'attention insuffisante accordée aux applications de technologie à forte valeur ajoutée dans l'ensemble de notre économie, les investissements insuffisants dans les secteurs de la propriété intellectuelle et de la

corporate concentration: Those were four key points we've actually spent a lot of time on in this committee. We released a report last June focused particularly on the last three of those four points.

We are very focused on this transition from a tangible economy that relies on tangible items and exporting tangible items to this intangible economy that relies on data and digital assets. Can you speak to that, in terms of the need to generate more revenue and productivity for every hour worked amongst Canadians so that we can protect prosperity into the future?

Mr. Beaudry: I agree about the issues. It's easy to say we're not investing enough in this. The question, in some sense, is this: If this is the symptom there, why are we not investing? Why are we not doing that? Just noticing that we have this mismatch of things — at a minimum, we want to see that, but we also want to understand the deeper reasons for it. There are different hypotheses out there, but it's difficult to get the aspects and figure out why Canadian firms don't do more training programs, as other countries do. Why are they not investing in certain areas? It is a very intriguing thing. The problem is certainly there, but finding the solution is a bit more difficult.

I completely agree with what you said. You want to have a competitive system. At the same time, when we look at one of the reasons, just looking mechanically at the differences in distribution, big firms are a very productive area. That's one of the reasons the U.S. is productive: There are very big firms. It's true that we have protected too many of our big firms, but it's not that we don't want big firms.

We have this difficulty in Canada. We want both big firms and to be competitive, but we're not that big and can't have a lot of big, competitive firms. We'd love to have them, but that's the trade-off. We're always playing on these two fronts — how to make a Canadian leader that is actually big but feels the competition from outside while allowing it to be big within Canada. That's what we want to do, rather than saying that in Canada, we'll just cut all firms to make them smaller, because we almost certainly would not become very productive.

machinerie, ainsi que la position stratégique proconcurrentielle limitée qui est la nôtre depuis longtemps, qui a effectivement protégé les oligopoles et qui a entraîné une forte concentration des entreprises. Il s'agit là de quatre points clés auxquels nous avons consacré beaucoup de temps au sein du comité. En juin dernier, nous avons publié un rapport qui portait plus particulièrement sur les trois derniers points.

Nous mettons beaucoup l'accent sur la transition d'une économie fondée sur les biens matériels et l'exportation de ces biens vers une économie fondée sur les données et les biens numériques. Pouvez-vous nous dire quelques mots là-dessus, du point de vue de la nécessité d'accroître les recettes et la productivité par heure de travail des Canadiens afin de pouvoir protéger la prospérité dans l'avenir?

M. Beaudry : Je suis d'accord en ce qui concerne les problèmes. Il est facile de dire que nous n'investissons pas suffisamment là-dedans. La question, dans un certain sens, est la suivante : s'il s'agit là du symptôme, pourquoi n'investissons-nous pas? Pourquoi ne le faisons-nous pas? Le simple fait de constater qu'il y a une discordance... À tout le moins, c'est ce que nous voulons, mais nous voulons aussi comprendre les causes plus profondes. Il existe différentes hypothèses, mais il est difficile d'obtenir les éléments et de comprendre pourquoi les entreprises canadiennes n'offrent pas davantage de programmes de formation, comme cela se fait dans d'autres pays. Pourquoi n'investissent-elles pas dans certains domaines? C'est très intrigant. À coup sûr, le problème se trouve là, mais il est un peu plus difficile de trouver une solution.

Je suis tout à fait d'accord avec vos propos. Vous voulez un système concurrentiel. En même temps, lorsque nous examinons l'une des raisons, simplement en examinant d'un point de vue technique les différences sur le plan de la distribution, nous constatons que les grandes entreprises sont un secteur très productif. C'est l'une des raisons pour lesquelles les États-Unis sont productifs : il y a de très grandes entreprises. Il est vrai que nous avons protégé un trop grand nombre de nos grandes entreprises, mais cela ne signifie pas que nous ne voulons pas de grandes entreprises.

Nous avons ce problème au Canada. D'une part, nous voulons de grandes entreprises et être concurrentiels, mais d'autre part, nous ne sommes pas très gros et nous ne pouvons pas avoir beaucoup de grandes entreprises concurrentielles. Nous aimerions bien les avoir, mais c'est le compromis à faire. Nous jouons toujours sur ces deux tableaux : comment créer un chef de file canadien qui est véritablement grand, mais qui ressent la concurrence de l'extérieur, tout en lui permettant d'être grand à l'intérieur du Canada. C'est ce que nous voulons faire, plutôt que de dire qu'au Canada, nous allons simplement réduire la taille de toutes les entreprises parce que nous ne deviendrons presque certainement pas très productifs.

Senator C. Deacon: If we could ask our wonderful and loyal clerk to send a link to our report from June to get some feedback on that, I would be very appreciative. I think all of us would be, Mr. Beaudry. Thank you.

The Chair: We will do that.

[*Translation*]

Senator Miville-Dechêne: I'd like to know what you think of what National Bank Financial analysts Matthieu Arseneau and Alexandra Ducharme wrote recently, and I quote:

... the official data understates the progress made by the Bank of Canada in controlling inflation, which creates a risk that the central bank is calibrating its monetary policy too restrictively.

Do you think these two analysts are right?

Mr. Beaudry: I don't think so, and even though I'm no longer there, I think the whole group at the Bank of Canada is trying to take all these steps and absorb the information. I think what's difficult is to know how important it really is to get back to our 2% target. So, if we're very attached to this target, we have to be quite careful in order to bring inflation back down. It would be easy to have inflation go through the roof or stabilize at 4% or 5%.

Canadians aren't happy with inflation at 4% or 5%; they want it back down to 2%. To make sure that happens, we have to be fairly cautious. If we take the measures we like the most to change things, we may go back to inflation.

I feel that yes, it's difficult; I think we're very close to having rate cuts, but I'm very happy to see the progress that's been made lately.

I'm much more confident now, because there's a drop in relation to the overall inflation measures, and I think it's much more likely that we're going to get back to the 2% target.

Senator Miville-Dechêne: Thank you.

[*English*]

The Chair: Thank you very much, Mr. Beaudry. We really appreciate this. Mr. Beaudry is the former deputy governor of the Bank of Canada. He served from 2019 to 2023 and is now a professor at the Vancouver School of Economics at the University of British Columbia.

Le sénateur C. Deacon : Si nous pouvions demander à notre merveilleuse et dévouée greffière d'envoyer un lien vers notre rapport de juin pour que nous puissions obtenir des commentaires à ce sujet, ce serait très apprécié. Je pense que nous vous en serions tous reconnaissants, monsieur Beaudry. Merci.

La présidente : Nous allons le faire.

[*Français*]

La sénatrice Miville-Dechêne : J'aimerais savoir ce que vous pensez de ce que les analystes de la Financière Banque Nationale, Matthieu Arseneau et Alexandra Ducharme, ont écrit récemment, et je les cite :

[...] les données officielles sous-estiment les progrès réalisés par la Banque du Canada dans la maîtrise de l'inflation, ce qui crée un risque que la banque centrale calibre sa politique monétaire de manière trop restrictive.

Pensez-vous que ces deux analystes ont raison?

M. Beaudry : Je ne crois pas, et même si je ne suis plus là, je crois que tout le groupe à la Banque du Canada essaie de prendre toutes ces mesures et de prendre l'information. Je crois que ce qui est difficile, c'est de savoir à quel point on trouve vraiment important de revenir à notre cible de 2 %. Donc, si on est très attaché à cette cible, il faut être assez prudent pour ramener le côté de l'inflation. Ce serait facile d'avoir une inflation qui devient galopante ou se stabiliserait à 4 ou 5 %.

Les Canadiens ne sont pas heureux avec une inflation à 4 ou 5 %; ils veulent qu'elle revienne à 2 %. Pour être certain que cela se produise, il faut être assez prudent. Si on prend les mesures qu'on aime le plus pour changer des choses, on retournera peut-être en contexte d'inflation.

J'ai l'impression que oui, c'est difficile; je crois qu'on est tout près d'avoir des baisses de taux, mais je suis très heureux de voir les progrès qui ont été faits dernièrement.

Je suis beaucoup plus confiant maintenant, car il y a une baisse par rapport à l'ensemble des mesures relatives à l'inflation, et je crois que c'est beaucoup plus probable qu'on va revenir à la cible de 2 %.

La sénatrice Miville-Dechêne : Merci.

[*Traduction*]

La présidente : Merci beaucoup, monsieur Beaudry. Nous vous remercions vraiment de votre contribution. M. Beaudry est l'ancien sous-gouverneur de la Banque du Canada. Il a occupé ce poste de 2019 à 2023, et il enseigne maintenant à l'École d'économie de Vancouver de l'Université de la Colombie-Britannique.

So, on this day when we had a decision from the Bank of Canada, we appreciate your insights into what goes on in terms of that decision-making.

Thanks for being our witness today.

I'll continue with the group here for a moment, just to bring everybody up to speed on what we're doing next.

Our thanks, Mr. Beaudry.

Mr. Beaudry: Thank you. It was a real pleasure.

The Chair: [Technical difficulties]. If we're going to talk to the governor of the bank, we're going to talk about a full range of issues. But these questions have been coming up. We've been trying to integrate this.

Senator Gignac: [Technical difficulties]. Is this related to Rosa Galvez's bill? Correct me if I'm wrong. It's May 8.

The Chair: Yes. We are going to be dealing with that issue. Although we can't anticipate it right now, we will obviously be forwarded some budget measures, and we probably have three C bills that are coming to us before the end of June as well. It's a pretty busy schedule.

Senator Loffreda: Also, Madam Chair, April 18, the Agriculture Carbon Alliance —

The Chair: I just mentioned that, yes.

Senator Loffreda: Senator Galvez is aware of that because I sent a text regarding that. I have been in constant contact with her as to where we're going.

The Chair: That's our agenda for now. We are covering all the topics that we have to deal with, and it's going to be busy between now and the end of June. Thank you all very much for your participation. We will end this meeting now and keep the steering committee with us.

(The committee adjourned.)

Ainsi, en ce jour où la Banque du Canada a communiqué une décision, nous sommes heureux d'avoir pu recueillir vos commentaires sur ses tenants et aboutissants.

Merci pour votre témoignage d'aujourd'hui.

Je vais poursuivre un moment avec le groupe qui est ici. Je le dis simplement pour que tout le monde soit au courant de ce que nous allons faire.

Merci, monsieur Beaudry.

M. Beaudry : Merci. Ce fut un véritable plaisir.

La présidente : [Difficultés techniques]. Si nous discutons avec le gouverneur de la banque, nous aborderons un large éventail de sujets. Mais ces questions ont été soulevées. Nous avons essayé d'intégrer cela.

Le sénateur Gignac : [Difficultés techniques]. Est-ce lié au projet de loi de Rosa Galvez? Corrigez-moi si je me trompe. C'est le 8 mai.

La présidente : Oui. Nous allons traiter de cette question. Nous ne savons pas à quoi nous attendre pour l'instant, mais des mesures budgétaires nous seront évidemment communiquées, et trois projets de loi de la Chambre des communes nous seront probablement soumis avant la fin de juin également. L'horaire est très chargé.

Le sénateur Loffreda : De plus, madame la présidente, le 18 avril, l'Alliance sur le carbone d'origine agricole...

La présidente : Je viens de le mentionner, oui.

Le sénateur Loffreda : La sénatrice Galvez est au courant, car j'ai envoyé un message texte à ce sujet. Je communique constamment avec elle au sujet de ce qui s'en vient pour nous.

La présidente : C'est notre ordre du jour pour l'instant. Nous couvrons tous les sujets que nous devons examiner, et nous serons occupés d'ici la fin de juin. Je vous remercie tous de votre participation. Sur ce, nous allons mettre fin à la réunion, et je demande aux membres du comité de direction de rester parmi nous.

(La séance est levée.)