

## Québec: Le déficit 2025-2026 recule (encore), allégeant les besoins de financement

Par Warren Lovely

Bien que non définitif, le rapport préliminaire du Québec pour 2025-2026 apporte des nouvelles « positives ». Avant les versements au Fonds des générations, le déficit budgétaire du Québec pour 2025-2026 est désormais estimé à \$4,9 mds, soit 0,8 % du PIB. C'est moins de la moitié de ce qui était prévu dans le budget de 2025 — ce plan ayant été présenté quand les inquiétudes liées aux droits de douane américains étaient plus ou moins à leur apogée.

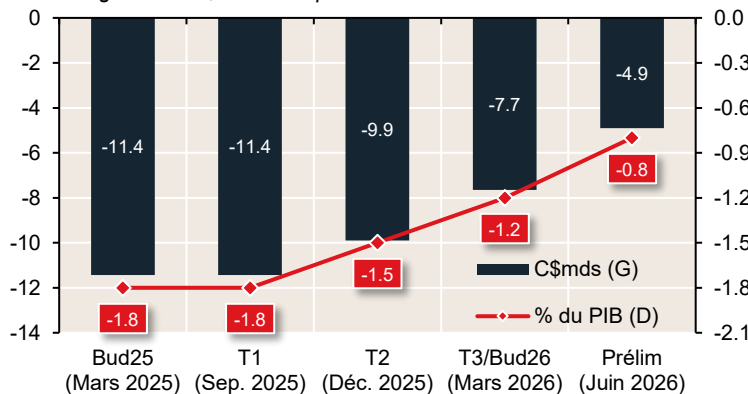
Pour être clair, une partie de l'amélioration budgétaire par rapport aux dernières estimations s'explique par un rythme plus lent que prévu dans la mise en œuvre des projets d'infrastructure à coûts partagés ou subventionnés. Une partie de cette « amélioration » budgétaire pourrait donc s'avérer temporaire. L'économie reste néanmoins résiliente, comme en témoigne le raffermissement des principales sources de

revenus autonomes. Le bilan s'améliore également, le ratio crucial de la dette nette au PIB affichant une trajectoire plus favorable à la fin de l'exercice 2025-2026. À notre avis, S&P a peut-être agi avec précipitation en abaissant la note de la province (de AA- à A+) en avril dernier, alors qu'une perspective « négative » aurait pu suffire.

À noter pour les détenteurs d'obligations : l'amélioration budgétaire d'environ \$2,8 mds signifie ostensiblement qu'il y avait davantage de liquidités disponibles au début de l'exercice 2026-2027. Cela a entraîné une réduction équivalente du programme d'emprunt pour 2026-2027, qui est bien en avance sur le calendrier (en partie grâce à quelques émissions obligataires internationales très efficaces). [Remarque : la première mise à jour pour 2026-2027 est prévue en septembre.]

### Graphique 1: Un déficit moins important pour 2025-2026...

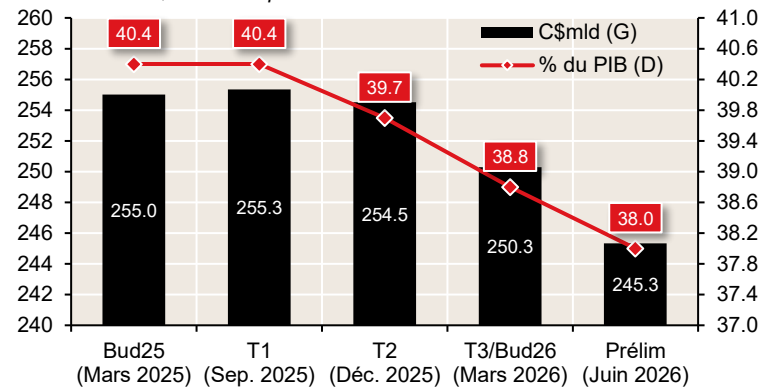
Solde budgétaire du Québec : du plan initial aux dernières estimations



Source: BNC, Que | Note: Excédent/déficit comptable avant le versement au FG

### Graphique 2: ... et un allègement de la dette

Dette nette du Québec : du plan initial aux dernières estimations

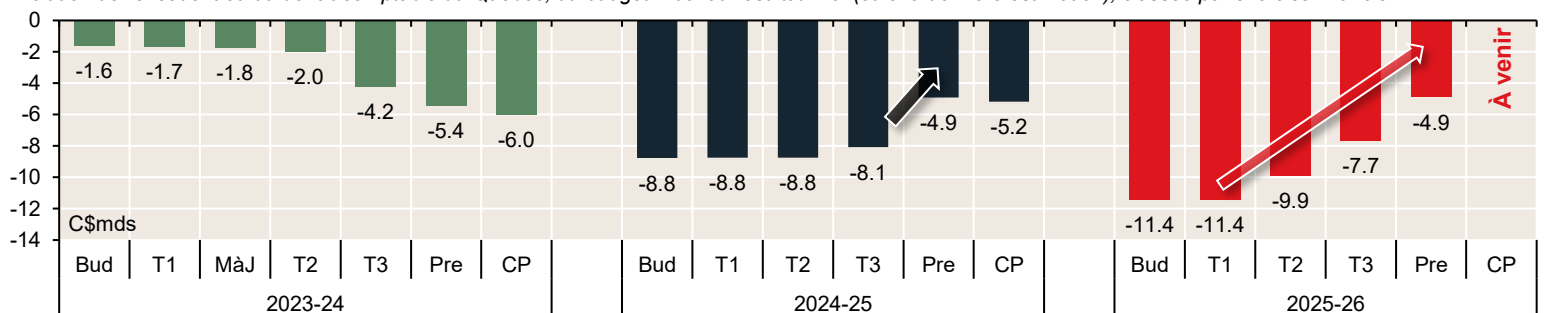


Source: BNC, Que

Selon les chiffres préliminaires (à ne pas confondre avec les chiffres définitifs et vérifiés), le déficit du Québec pour 2025-2026 a été ramené à \$4,9 mds, soit 0,8 % du PIB. Après avoir versé environ \$2,3 mds dans le Fonds des générations — destiné à la réduction de la dette —, le déficit, soit \$7,2 mds, représente à peine 1 % du PIB. Quoi qu'il en soit, il s'agit d'une amélioration notable par rapport aux prévisions antérieures. En effet, le déficit préliminaire est inférieur de plus de moitié à ce qui avait été initialement prévu dans le budget 2025. Cette note positive s'étend au bilan, où la dette nette est inférieure à ce qui était prévu (en valeur absolue et par rapport au PIB). Cela constitue un bon point de départ pour l'exercice financier 2026-2027 en cours, pour lequel une mise à jour du premier trimestre est attendue en septembre. À notre avis, S&P semble avoir agi un peu précipitamment en abaissant la note du Québec en avril dernier (de AA+ à A-).

### Graphique 3 : Le bilan budgétaire préliminaire s'inscrit dans une série de révisions à la hausse pour l'exercice 2025-2026

Évolution de l'excédent ou du déficit comptable du Québec, du budget initial au résultat final (ou à la dernière estimation), classée par exercice financier

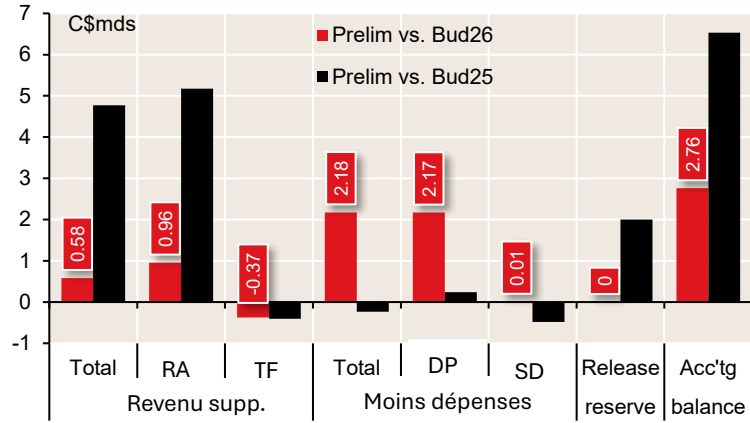


Source: BNC, Que | Note: Les résultats pour les exercices 2023-2024 et 2024-2025 sont finaux ; ceux pour 2025-2026 sont préliminaires

Les résultats préliminaires pour 2025-2026 constituent la dernière d'une série de révisions budgétaires à la hausse. En mars 2025, alors que les inquiétudes liées aux droits de douane américains allaient bon train, le Québec prévoyait un déficit comptable de \$11,4 mds. À l'heure actuelle, ce déficit est moins de la moitié de ce montant, mais ce sont les comptes publics vérifiés qui auront le dernier mot. Rétrospectivement, le bilan préliminaire pour 2024-2025 avait également apporté de « bonnes nouvelles », le déficit de cet exercice ayant lui aussi été ramené à un niveau raisonnable. Conclusion : il s'agit d'une « surprise » positive pour la deuxième plus grande province du Canada. Au-delà des implications directes et immédiates pour le programme d'emprunt actuel du Québec, certains éléments de l'amélioration de la base de revenus pourraient se maintenir. À tout le moins, le point de départ de la dette nette en 2026-2027 est inférieur aux estimations précédentes.

## G4: Analyse de l'amélioration du solde 2025-2026

Contribution à l'amélioration du solde budgétaire du Québec pour 2025-2026

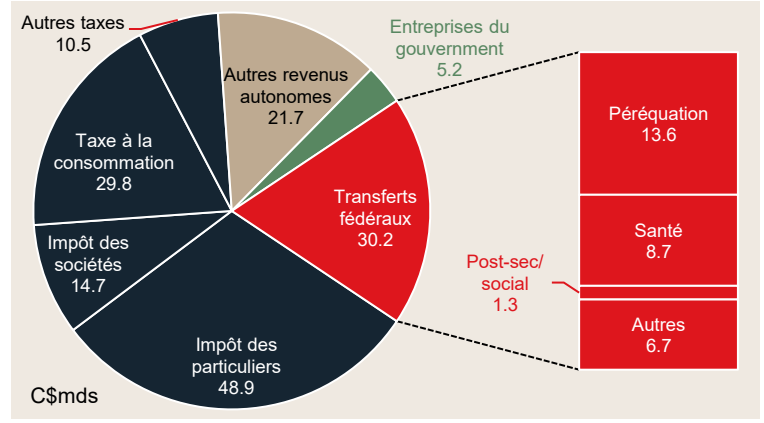


Source: BNC, Que | Note: résultats préliminaires; solde = l'excédent/déficit comptable

L'amélioration nette de \$2,76 mds par rapport à mars 2026 s'explique par des revenus autonomes plus solides (grâce à la résilience économique) et par une baisse des dépenses de portefeuille (notamment un ralentissement du rythme des projets d'infrastructure financés par le gouvernement fédéral). On s'attend à ce que les fonds destinés aux infrastructures finissent par être dépensés, mais la base de recettes plus solide pourrait soutenir les résultats de 2026-2027. Environ 19 % des recettes provenaient de transferts du gouvernement du Canada, ce qui confère une certaine stabilité au volet des recettes.

## G5 : Une base de revenus diversifiée et améliorée

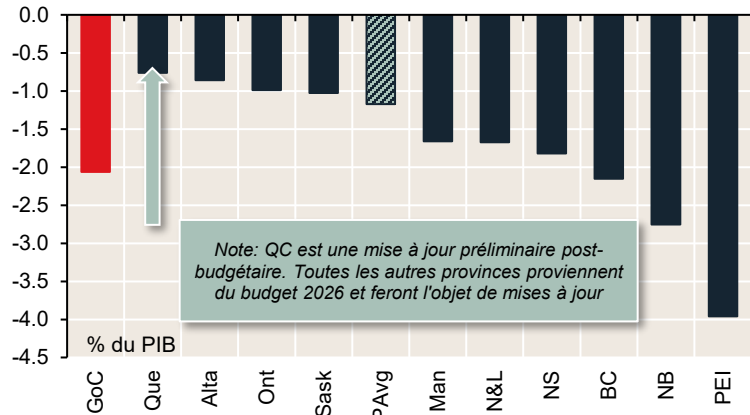
Répartition des revenus autonomes du QC et des transferts fédéraux : 2025-2026



Source: BNC, Que | Note: Résultats préliminaires; transferts fédéraux = 18,7 % des recettes totales

## G6: Déficit en baisse au Québec

Ratio du solde budgétaire au PIB, fédéral-provincial: 2025-2026 (estimation)

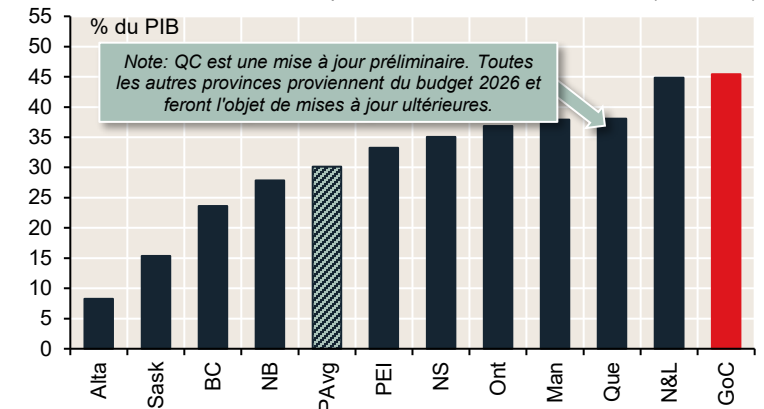


Source: BNC, gouver. prov. | Note: D'après les dernières prévisions officielles; sujet à modif.

Avertissement : Le Québec est la première province à mettre à jour ses résultats pour 2025-2026 à la suite de la saison budgétaire de 2026. Les estimations pour toutes les provinces seront finalisées dans le cadre du prochain processus des comptes publics. À l'heure actuelle, le déficit du Québec pour 2025-2026 se situe dans la fourchette basse des provinces. Bien que le fardeau de la dette du Québec pour 2025-2026 se soit amélioré, il demeure parmi les plus élevés par rapport à ses pairs.

## G7: Le fardeau de la dette du QC reste relativement élevé

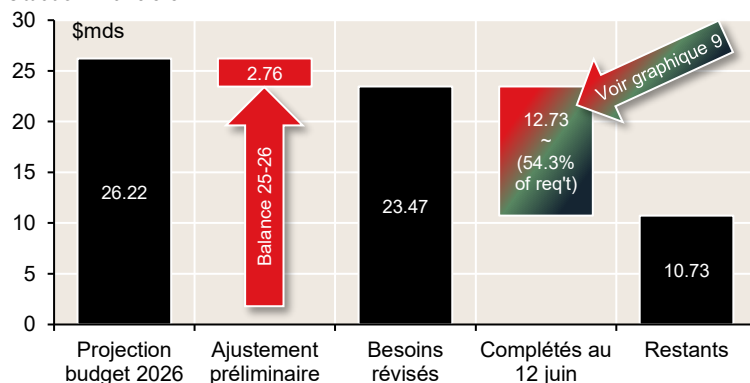
Ratio de la dette nette fédérale-provinciale au PIB : 2025-2026 (estimation)



Source: BNC, gouver. prov. | Note: D'après les dernières prévisions officielles; sujet à modif.

## G8: Des prévisions plus optimistes réduisent les besoins

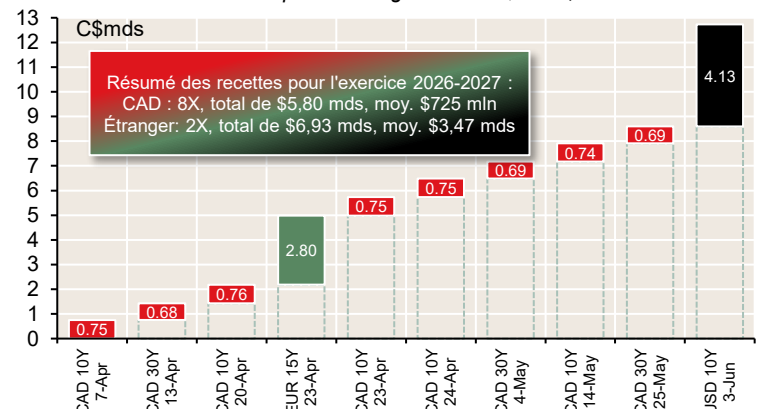
Besoins de financement à long terme du Québec pour 2026-2027 : ajustement et situation financière



Source: BNC, Que

## G9: En avance sur le calendrier

Recettes cumulatives des emprunts à long terme du Québec, 2026-2027



Source: NBC, Que, BBG

Avis aux détenteurs d'obligations : l'amélioration budgétaire nette d'environ \$2,8 mds vient directement réduire les besoins de financement pour 2026-2027. C'est une bonne nouvelle. Le Québec est également en avance sur son calendrier, ayant déjà comblé 54 % des besoins révisés alors que l'exercice financier n'en est qu'à 20 %. Jusqu'à présent, plus de la moitié du financement du Québec pour 2026-2027 provient des marchés internationaux (USD, EUR), deux opérations importantes ayant considérablement influencé le financement. Cela dit, le Québec reste engagé envers le marché intérieur (CAD), avec une offre régulière de titres à 10 et 30 ans et une solide liquidité bidirectionnelle sur le marché secondaire.



## Économie et stratégie

### Abonnez-vous à nos publications:

[BNCEconomieetStrategie@bnc.ca](mailto:BNCEconomieetStrategie@bnc.ca)

### Pour nous joindre :

514-879-2529

#### Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef

[stefane.marion@bnc.ca](mailto:stefane.marion@bnc.ca)

#### Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint

[matthieu.arseneau@bnc.ca](mailto:matthieu.arseneau@bnc.ca)

#### Jocelyn Paquet

Économiste principal

[jocelyn.paquet@bnc.ca](mailto:jocelyn.paquet@bnc.ca)

#### Kyle Dahms

Économiste principal

[kyle.dahms@bnc.ca](mailto:kyle.dahms@bnc.ca)

#### Alexandra Ducharme

Économiste principale

[alexandra.ducharme@bnc.ca](mailto:alexandra.ducharme@bnc.ca)

#### Daren King, CFA

Économiste principal

[daren.king@bnc.ca](mailto:daren.king@bnc.ca)

#### Warren Lovely

Stratège principal,

Taux d'intérêt et secteur public

[warren.lovely@bnc.ca](mailto:warren.lovely@bnc.ca)

#### Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt

[taylor.schleich@bnc.ca](mailto:taylor.schleich@bnc.ca)

#### Ethan Currie

Stratège

[ethan.currie@bnc.ca](mailto:ethan.currie@bnc.ca)

#### Angelo Katsoras

Analyste géopolitique

[angelo.katsoras@bnc.ca](mailto:angelo.katsoras@bnc.ca)

#### Nathalie Girard

Coordonnatrice senior

[n.girard@bnc.ca](mailto:n.girard@bnc.ca)

#### Giuseppe Saltarelli

Infographiste

[giuseppe.saltarelli@bnc.ca](mailto:giuseppe.saltarelli@bnc.ca)

**Général :** Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de la mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

**Résidents du Canada :** FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport. FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

**Résidents du Royaume-Uni :** Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Ave, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

**Résidents de l'UE :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A. FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

**Résidents des États-Unis :** En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

**Résidents de HK :** En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

**Droits d'auteur :** Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.