

Communiqué de presse Canton de Vaud

2 décembre 2022

S&P Global Ratings confirme la note 'AAA' du Canton de Vaud. La perspective reste stable.

Résumé

- La résilience de l'économie du canton de Vaud et sa stratégie financière prudente aideront à atténuer l'impact d'un environnement budgétaire plus contraint en 2023-2024.
- Nous pensons que l'inflation modérée et la contraction des marchés financiers conduiront à des besoins de financement après investissements temporaires sur notre horizon de notation.
- Nous avons confirmé les notes de crédit à long terme de "AAA" pour le canton pour ses émissions de dette.

La perspective reste stable.

Notation

Le 25 novembre 2022, S&P Global Ratings a confirmé la note de crédit émetteur à long terme "AAA" pour le canton de Vaud. La perspective reste stable.

Perspective

La perspective stable reflète notre anticipation selon laquelle Vaud maintiendra des performances budgétaires adéquates et un très faible niveau d'endettement pendant la période de notation, malgré des pressions liées à l'inflation et des allègements fiscaux limités. Nous estimons également que le canton pourra absorber l'absence probable de dividende de la Banque nationale suisse (BNS) par des mesures d'économie, et que les faibles besoins de financement après investissements que nous prévoyons en 2023-2024 ne seront que temporaires. Cela soutiendra les importantes réserves de trésorerie du canton de Vaud.

Scénario pessimiste

ANALYSTE PRINCIPAL

Etienne Polle
Paris
(+33) 01 40 75 25 11
etienne.polle
@spglobal.com

ANALYSTE SECONDAIRE

Hugo Soubrier
Paris
+33 1 40 75 25 79
hugo.soubrier
@spglobal.com

CONTACT ADDITIONNEL

Sovereign and IPF EMEA
SOVIPF
@spglobal.com

Nous pourrions abaisser la note si les politiques financières du canton de Vaud devenaient moins prudentes, par exemple si le canton de Vaud maîtrisait moins ses charges ou si des allègements fiscaux plus importants que prévu étaient adoptés, conduisant à des besoins de financement après investissements structurellement supérieurs à 5 % de ses revenus totaux, et contribuant à davantage d'endettement. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié pour la période de notation.

Synthèse

L'inflation modérée et la contraction des marchés financiers auront un impact négatif sur les performances budgétaires du canton en 2022-2024. Le projet de budget 2023, le premier présenté par le gouvernement de centre-droit après les élections cantonales de mai 2022, comprend de nouvelles dépenses destinées à soutenir le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte d'inflation croissante et de hausse des primes d'assurance maladie.

Parallèlement à des baisses d'impôts modérées et à l'absence probable de toute distribution de dividende de la BNS, cela devrait conduire à des déficits budgétaires limités l'année prochaine. Toutefois, nous anticipons que le canton s'en tiendra à la stratégie financière récemment introduite pour la législature, et visera un budget équilibré d'ici 2025, grâce à des recettes fiscales dynamiques et à des réductions de coûts. Selon nous, cela limitera les besoins de financement après investissements à des niveaux modérés en 2023-2024 et contribuera à préserver les importantes réserves de trésorerie du canton de Vaud, qui constituent un atout pour sa qualité de crédit.

La qualité de crédit du canton de Vaud est soutenue par le dynamisme de son économie locale et par ses pratiques de gestion très solides

Le canton de Vaud a bénéficié d'une reprise économique généralisée à mesure que la pandémie de COVID-19 s'est atténuée, la croissance du PIB atteignant 4 % en 2021. Nous nous attendons à ce que l'économie du Canton continue à bénéficier en partie de cette dynamique en 2022, tant dans les secteurs qui ont vu leur activité s'effondrer en 2020, comme l'hôtellerie et la restauration, que dans d'autres secteurs importants de l'industrie et des services. Cependant, les indicateurs économiques laissent désormais entrevoir un ralentissement de l'activité. Les prix à la consommation en Suisse ont augmenté de 3 % entre septembre 2021 et août 2022, ce qui est nettement inférieur aux niveaux d'inflation observés dans les pays de la zone euro, mais reste élevé selon les normes suisses. L'augmentation des prix de l'énergie devrait également peser sur les marges des entreprises locales, bien que les multinationales domiciliées dans le canton de Vaud affichent un fort pouvoir de fixation des prix. La contraction de la consommation intérieure qui en résultera sera aggravée par la baisse de la demande extérieure pour les principales exportations industrielles vaudoises dans les secteurs de la pharmacie, des équipements médicaux, de l'agroalimentaire, de l'horlogerie et de la bijouterie. Néanmoins, le secteur public relativement important du Canton (environ 25 % du PIB nominal, y compris les services de santé et d'éducation) contribuera à amortir ces chocs macroéconomiques. Le secteur des services à Vaud (80 % du PIB) est également très diversifié et moins orienté vers la finance que celui des autres cantons. Dans l'ensemble, nous prévoyons que le PIB réel du Canton augmentera de 1,9% en moyenne en 2022-2024, et que l'inflation diminuera progressivement pour atteindre 1,5% en 2024.

Nous considérons que la gouvernance et la gestion financière de Vaud sont très fortes. Cette évaluation est étayée par la planification pluriannuelle prudente et détaillée du Canton, par sa gestion conservatrice de la dette et de la trésorerie et par son pilotage étroit des entités satellites.

La discipline budgétaire est inscrite dans la constitution du canton, qui interdit les déficits de fonctionnement avant amortissement et exige que toute nouvelle proposition de dépense soit couverte par des sources de financement ou des économies supplémentaires. En outre, le gouvernement a réussi à mettre en œuvre sa stratégie fiscale sans nuire à ses performances budgétaires, en partie grâce à sa rigoureuse maîtrise des coûts de fonctionnement. En particulier, l'épargne brute du canton est restée solide, même si le gouvernement a introduit la vaste réforme de l'impôt sur les sociétés "RIE III" un an avant sa mise en œuvre au niveau fédéral. La nouvelle stratégie budgétaire du canton pour la législature 2022-2027 prévoit un retour à l'équilibre budgétaire d'ici 2025, après trois exercices marqués par des défis successifs. Nous estimons que le canton adhérera à cette stratégie dans les années à venir, continuant ainsi à mettre l'accent sur la durabilité de ses finances.

À l'instar d'autres cantons suisses, le canton de Vaud bénéficie d'un cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable. Les principales réformes sont planifiées très en amont et font l'objet de longues discussions avant leur mise en œuvre, les cantons conservant le pouvoir de bloquer des changements non souhaités. Les normes de transparence et de responsabilité sont très élevées. Les recettes des cantons suisses sont en adéquation avec leurs dépenses, et sont soutenues par divers dispositifs de péréquation. De plus, les cantons jouissent d'une grande autonomie fiscale garantie par la Constitution suisse. La Confédération et les cantons suisses discutent actuellement de la meilleure façon de ramener le taux moyen d'imposition des sociétés du pays à 15 %, qui est le taux minimum fixé par l'Organisation de coopération et de développement économiques dans le cadre de son projet GloBE, d'ici le 1er janvier 2024. La solution pourrait passer par un impôt fédéral supplémentaire, qui respecterait l'autonomie fiscale des cantons tout en leur apportant des recettes. Une votation fédérale aura lieu à ce sujet en juin 2023.

Les performances budgétaires du canton de Vaud pourraient être affectées par l'absence de distribution de dividende de la BNS au cours des deux prochaines années

Nous anticipons que Vaud affichera une épargne brute encore élevée en 2022, grâce à d'importantes rentrées fiscales. Le rendement de l'impôt sur les sociétés dépasserait largement le budget, l'impôt sur la fortune des personnes physiques apportant également des recettes bien supérieures aux objectifs fixés à la fin de l'année 2021. Le déclenchement de la guerre Russie-Ukraine et l'afflux de réfugiés qui en résulte ont créé de nouveaux besoins de dépenses, que nous estimons à 130 millions de francs suisses (CHF) pour l'ensemble de l'année. Néanmoins, une grande partie de ces dépenses sera couverte par des subventions fédérales, et l'effet net sur les finances cantonales devrait être proche de 50 millions CHF (soit seulement 0,7 % environ des recettes fiscales). Parallèlement, de nombreuses mesures spécifiques au COVID-19 seront supprimées, entraînant une baisse sensible des dépenses correspondantes au niveau cantonal. Ces dernières années, la performance financière du canton de Vaud a également bénéficié de distributions élevées de dividendes de la part de la BNS, dont environ 375 millions CHF cette année (environ 3,4% des recettes de fonctionnement).

Cependant, la BNS a enregistré des pertes record de 142 milliards CHF sur les trois premiers trimestres de 2022, en raison d'une hausse des rendements obligataires et d'une baisse simultanée des marchés boursiers. À moins d'une forte reprise d'ici la fin de l'année, cette situation empêchera tout versement de dividende de la BNS à la confédération et aux cantons suisses en 2023 (voir "Cantons Will Likely Withstand Temporary Instability of Swiss National Bank Profit Distributions", publié le 17 août 2022 sur RatingsDirect). La réserve pour distributions futures de la BNS, qui s'élevait à 103 milliards CHF à la fin de l'année 2021, pourrait également

commencer l'année 2023 en territoire négatif, ce qui laisse entrevoir la possibilité d'une absence de distribution de dividendes en 2024 également.

Pour 2023, cette situation coïncide avec un projet d'accroissement du budget cantonal, qui est en attente d'adoption par le Parlement. Ce budget prévoit des hausses de déductions fiscales pour les primes d'assurance maladie et les frais de garde d'enfants, tout en indexant partiellement les salaires sur l'inflation et en introduisant de nouveaux recrutements pour des postes éducatifs et administratifs. Toutefois la stratégie financière du canton sur la période 2023-2028 prévoit un fort ralentissement de la croissance des dépenses de fonctionnement après 2023, afin d'atteindre l'équilibre budgétaire en termes comptables dès 2025. Nous nous attendons donc à ce que Vaud introduise des réductions de coûts et recherche des solutions d'efficacités opérationnelles pour contrebalancer les effets structurels du vieillissement de la population sur les dépenses sociales et de santé. Nous prévoyons également que les rentrées fiscales resteront robustes en 2022-2024, malgré les allègements prévus dans les projets budgétaires du canton, et restons confiants quant au rétablissement progressif de l'épargne brute à partir de 2024.

Cela permettra de libérer des ressources internes pour les importants projets d'investissement du canton de Vaud, notamment dans les réseaux de transports publics, les routes, les bâtiments universitaires et les hôpitaux. Au total, nous prévoyons que les dépenses d'investissement du canton atteindront en moyenne 510 millions CHF par année sur la période 2022-2024, y compris les prêts consentis à des tiers. C'est environ 30% de plus que la moyenne de la période 2017-2021, sans compter toutefois les sommes importantes que Vaud a consacrées jusqu'en 2019 à la recapitalisation de la Caisse de pensions de l'Etat de Vaud (CPEV). En plus de l'affaiblissement de l'épargne brute, nous prévoyons que cet important plan d'investissement contribuera aux besoins de financement temporaires après investissement, représentant en moyenne 2% des recettes totales sur la période 2023-2024.

Nous estimons que Vaud puisera dans ses importantes réserves de trésorerie pour financer ces déficits, ce qui contribuera à maintenir la charge de l'endettement du canton à un niveau très bas. Parallèlement, la hausse du taux directeur de 75 points de base de la BNS à 0,5% en septembre 2022 permettra à Vaud d'éviter les paiements d'intérêts négatifs sur ses liquidités, sans pour autant s'appliquer à la dette directe du canton, qui est entièrement à taux fixe.

Les engagements hors bilan représentent environ 24 % des recettes de fonctionnement consolidées du canton en 2022. Ils comprennent notamment des garanties accordées aux établissements de santé et aux entreprises de transport public. De plus, la charge de la dette vaudoise pourrait également, en situation de stress, être affectée par le coût d'une recapitalisation théorique de la Banque Cantonale Vaudoise (BCV ; AA/A-1+/Stable), sa principale entité satellite (Government Related Entity, GRE). Cela étant, la BCV a enregistré l'an dernier son bénéfice net le plus élevé depuis 2007 et est bien capitalisée (ratio Common Equity Tier 1 de 17,1% à la fin de l'année 2021).

D'après nous, le profil de crédit du canton est renforcé par sa position exceptionnelle en matière de trésorerie et son accès solide aux liquidités externes. Nous estimons que les liquidités et les placements à court terme du canton de Vaud couvrent plus de 60 fois ses besoins en matière de service de la dette au cours des 12 prochains mois, bien que ce ratio soit gonflé par l'absence d'amortissement de dette à long terme en 2023. Dans tous les cas, nous estimons que la trésorerie disponible du canton continuera à représenter plus de 100% du service annuel de la dette dans un avenir prévisible.

Tableau 1

Statistiques économiques et financières du Canton de Vaud

(en millions de CHF)	2019	2020	2021	2022bc	2023bc	2024bc
Recettes de fonctionnement	9 818	10 355	10 970	10 923	10 644	10 889
Dépenses de fonctionnement	9 113	9 774	10 177	10 165	10 479	10 619
Épargne brute	705	581	794	758	165	269
Épargne brute (% recettes de fonctionnement)	7,2	5,6	7,2	6,9	1,6	2,5
Recettes d'investissement	93	72	53	66	87	91
Dépenses d'investissement	669	386	488	495	510	529
Solde de financement après investissements	128,5	267,5	359,3	329,2	-258	-169
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	1,3	2,6	3,3	3,0	-2	-2
Remboursement du capital de la dette	0	0	0	275	0	200
Emprunts nouveaux	0	0	0	0	0	0
Solde après emprunts	128,5	267,5	359,3	54,2	-258	-369
Dette directe en fin d'année	975	975	975	700	700	500
Dette directe (% des recettes de fonctionnement)	9,9	9,4	8,9	6,4	6,6	4,6
Dette consolidée en fin d'année	975	975	975	700	700	500
Dette consolidée (% des recettes de fonctionnement consolidées)	9,9	9,4	8,9	6,4	6,6	4,6
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
PIB local par habitant (CHF)*	72 652	71 976	74 359	77 423	79 230	80 763
PIB national par habitant (CHF)*	83 300	80 120	83 726	87 272	89 375	91 166

The data and ratios above result in part from S&P Global Ratings' own calculations, drawing on national as well as international sources, reflecting S&P Global Ratings' independent view on the timeliness, coverage, accuracy, credibility, and usability of

Tableau 2

Synthèse des évaluations de crédit (Canton de Vaud)

Facteurs clés de notation	Scores
Cadre institutionnel	1
Economie	1
Gouvernance et gestion financière	1
Performances budgétaires	3
Liquidité	1
Poids de la dette	1
Qualité de crédit intrinsèque	aaa

Tableau 2

Synthèse des évaluations de crédit (Canton de Vaud) (cont.)

Facteurs clés de notation	Scores
Note finale	AAA

S&P Global Ratings bases its ratings on non-U.S. local and regional governments (LRGs) on the six main rating factors in this table. In the "Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S.," published on July 15, 2019, we explain

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de Standard & Poor's Financial Services LLC ou des entités qui lui sont affiliées (collectivement dénommées S&P). Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIALISABILITÉ, L'ADÉQUATION À UNE FIN OU À UN USAGE DONNÉ, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DÉFAUT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITÉ AVEC TOUT LOGICIEL OU MATÉRIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages.

Les analyses relatives au crédit et à d'autres aspects, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle. Les opinions, analyses et décisions de reconnaissance de notes (décrites ci-après) de S&P ne sont pas des recommandations d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement, et ne portent pas sur le caractère approprié d'une quelconque valeur mobilière. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement, sauf sur les territoires où il est immatriculé comme tel. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

Dans le cas où des autorités réglementaires autorisent une agence de notation à reconnaître dans un pays une note émise dans un autre pays à certaines fins réglementaires, S&P se réserve le droit d'attribuer, retirer ou suspendre une telle reconnaissance à tout moment et à son entière discrétion. Les Parties S&P déclinent toute obligation découlant de l'attribution, du retrait ou de la suspension d'une telle reconnaissance et toute responsabilité en cas de préjudice prétendument subi en conséquence.

Certaines activités de S&P sont conduites au sein d'unités séparées afin de préserver l'indépendance et l'objectivité de leurs activités respectives. De ce fait, certaines unités de S&P peuvent disposer d'informations qui ne sont pas accessibles à d'autres. S&P a mis en place des politiques et des procédures visant à préserver la confidentialité de certaines informations non publiques obtenues au cours de chaque processus analytique.

S&P peut être rémunéré pour ses notations et certaines analyses relatives au crédit. Cette rémunération est en principe payée par l'émetteur des titres, par les établissements souscripteurs ou par les débiteurs. S&P se réserve le droit de publier ses opinions et analyses. Les notes et analyses publiques de S&P sont disponibles sur son site Web www.standardandpoors.com (gratuitement), ainsi que sur www.ratingsdirect.com et www.globalcreditportal.com (sur abonnement), et peuvent être diffusées par d'autres moyens, y compris par des publications S&P et par l'intermédiaire de redistributeurs tiers. Des informations complémentaires concernant les tarifs de nos notations peuvent être consultées sur www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Copyright © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.