

# Canton de Vaud - Rapport

6 novembre 2023

Ce rapport ne constitue pas une action de notation.

Cette traduction est fournie à titre gracieux, la version originale faisant foi.

## Résumé

### Contexte et Hypothèses

--La notation du canton de Vaud continuera de bénéficier des atouts de l'économie nationale et locale, ainsi que d'un cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable.

--Les vents contraires budgétaires du canton seront atténués par sa stratégie financière prudente et la résilience de son économie.

--Selon S&P Global Ratings, les pratiques prudentes de gestion financière du canton de Vaud limiteront l'augmentation de sa dette.

### Scénario central

--Nous anticipons que les excédents de fonctionnement du canton de Vaud seront faibles au cours de la période 2023-2025 en raison de la hausse de l'inflation et de l'absence de distribution de bénéfices par la Banque nationale suisse (BNS).

--La baisse de l'épargne brute combinée à l'accélération des investissements conduira à des besoins de financement temporaires après investissements.

--L'endettement très faible et la trésorerie très solide du canton de Vaud continueront à soutenir sa solvabilité.

La note de crédit émetteur à long terme "AAA" que nous attribuons au canton de Vaud est soutenue par sa très solide gestion financière, par le cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable aux cantons suisses, et par l'économie locale riche et diversifiée. Nous anticipons que le solde budgétaire après investissements sera légèrement déficitaire au cours de la période 2023-2025, même si ce n'est que temporairement. En effet, les finances du canton seront affectées par des réductions d'impôts modérées et par l'absence de distribution de bénéfices par la BNS en 2023 et 2024.

Nous estimons que la très solide trésorerie du canton de Vaud exclut tout recours à l'endettement

#### ANALYSTE PRINCIPAL

**Salvador Rodriguez Mencia**  
Paris  
+33 144206679  
salvador.rodriquez  
@spglobal.com

#### ANALYSTES SECONDAIRES

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

**Stephanie Mery**  
Paris  
+ 0033144207344  
stephanie.mery  
@spglobal.com

#### CONTACT ADDITIONNEL

**Sovereign and IPF EMEA**  
SOVIPF  
@spglobal.com

## Canton de Vaud – Rapport

à moyen terme. Nous estimons que les programmes d'investissement ambitieux du canton, consacrés à son infrastructure locale, seront entièrement couverts par ses amples réserves de trésorerie. Cela devrait permettre de maintenir la dette consolidée bien en dessous de 30% des recettes de fonctionnement consolidées.

## Perspective

La perspective stable reflète notre anticipation que le canton de Vaud maintiendra des performances budgétaires adéquates et un très faible niveau d'endettement pendant la période de prévision, malgré les pressions liées à l'inflation et les allègements fiscaux limités. Nous estimons également que le canton pourra absorber la perte des revenus versés par la BNS par des mesures d'économie, et que les faibles besoins de financement après investissements que nous prévoyons en 2023-2025 ne seront que temporaires. Cela soutiendra les importantes réserves de trésorerie du canton de Vaud.

## Scénario pessimiste

Nous pourrions abaisser la note si la politique financière du canton de Vaud devenait moins prudente, 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, faisant accroître l'endettement. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié pour la période de notation.

## Synthèse

Le canton de Vaud bénéficie d'une économie locale diversifiée et d'un cadre institutionnel favorable

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 larges discussions avant leur mise en œuvre, les cantons conservant le pouvoir de bloquer les 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.

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 supplémentaires. La stratégie budgétaire du canton pour la législature 2022-2027 prévoit un retour à l'équilibre budgétaire d'ici 2028, 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.

La performance économique du canton de Vaud en 2022 a été entravée par un ralentissement de l'activité économique, avec une croissance économique de 2,4%. Certains secteurs, comme l'hôtellerie-restauration et d'autres secteurs de l'industrie manufacturière et des services, se

## Canton de Vaud – Rapport

redressent progressivement et font preuve de résilience malgré les nouveaux défis macroéconomiques. Nous anticipons que les prix à la consommation en Suisse augmenteront de 2,3 % en 2023, ce qui est sensiblement inférieur aux niveaux d'inflation observés dans les pays de la zone euro, mais élevé pour les normes suisses. De plus, les prix élevés de l'énergie, bien qu'en décélération, ont eu un impact négatif sur la rentabilité des entreprises locales. La contraction de la consommation intérieure qui en résulte 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 contribuera à amortir ces chocs macroéconomiques. Le secteur des services du canton de Vaud (80% du PIB) est également très diversifié et moins orienté vers la finance que celui des autres cantons. Dans l'ensemble, nous prévoyons une croissance moyenne de l'économie cantonale de 1,3% sur la période 2023-2025 et une baisse progressive de l'inflation jusqu'à 1,5% en 2025.

Lors d'une votation populaire en juin 2023, les électeurs suisses ont accepté la proposition de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sur l'imposition minimale, qui porte le taux moyen d'imposition des sociétés du pays à 15 % - le taux minimal fixé par l'OCDE dans le cadre de son projet GloBE - d'ici le 1er janvier 2024. Le canton de Vaud bénéficiera de recettes supplémentaires à court terme, mais si la proposition de répartition 75/25 des recettes entre les cantons et l'État fédéral est approuvée, les effets sur la compétitivité restent à voir. Dans l'ensemble, nous sommes confiants que le canton de Vaud adaptera prudemment sa planification financière afin d'assurer un juste équilibre entre une perception solide des impôts et la compétitivité locale.

Nous estimons que les performances budgétaires du canton de Vaud seront affectées par l'absence de distribution des dividendes de la BNS.

Pour la première fois depuis 18 ans, le canton de Vaud devrait afficher des besoins de financement modestes après investissements. Au cours de l'année 2023, le canton a exécuté son budget relativement expansionniste, principalement au moyen de déductions plus élevées pour les primes d'assurance-maladie et les frais de garde d'enfants. Dans l'ensemble, les dépenses de fonctionnement ont augmenté en raison de la hausse de l'inflation et des coûts de l'énergie. Ces dernières années, les performances financières du canton de Vaud ont également bénéficié d'importantes distributions de dividendes de la BNS, dont environ 375 millions de francs suisses (CHF) en 2022, soit environ 3,5 % des recettes de fonctionnement. À la suite d'une hausse des rendements obligataires et à une baisse simultanée des marchés boursiers, la BNS a enregistré une perte record de 132 milliards de francs suisses en 2022. Au 30 septembre 2023, la banque affichait pour son troisième trimestre une perte intermédiaire de 12 milliards de francs suisses. Nous estimons qu'à moins que la réserve de bénéfices distribuables de la BNS ne redevienne positive et comparable aux niveaux historiques (40 milliards CHF négatifs à la fin de l'année 2022 contre 103 milliards CHF positifs à la fin de l'année 2021), la situation actuelle empêchera tout versement de la BNS à la confédération suisse et aux cantons en 2023 et 2024 (voir " Cantons Will Likely Withstand Temporary Instability Of Swiss National Bank Profit Distributions ", publié le 17 août 2022 sur RatingsDirect).

Le plan budgétaire 2024, en attente d'adoption par le parlement, vise à soutenir le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte macroéconomique volatil, marqué par une inflation élevée et des perspectives de croissance économique modestes. Le budget prévoit des dépenses de fonctionnement relativement élevées, liées à l'inflation et aux coûts de l'énergie. Le budget consacre également des ressources supplémentaires à l'éducation, à la santé et aux mesures sociales en réponse à l'évolution démographique défavorable. Cependant, la stratégie financière 2022-2027 du canton de Vaud prévoit un fort ralentissement de la croissance des dépenses de fonctionnement à partir de 2024, avec pour objectif d'atteindre l'équilibre budgétaire dès 2028.

## Canton de Vaud – Rapport

Nous nous attendons donc à ce que le canton de Vaud réalise des économies et cherche à améliorer son efficacité opérationnelle afin de contrebalancer les effets budgétaires structurels du vieillissement de la population sur les dépenses sociales et de santé.

Le canton entend continuer à soutenir la modernisation de ses infrastructures en orientant des investissements importants vers l'adaptation des établissements de santé, l'amélioration des infrastructures de mobilité et le développement des transports publics. En outre, en réponse aux défis liés au climat, le canton a fait de sa politique climatique l'une des principales priorités de la stratégie budgétaire 2022-2027. Selon son nouveau Plan climat 2024 (PCV-24), le canton consacrera 209 millions de francs suisses à des mesures visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre, à améliorer la résilience territoriale, à réduire les émissions de carbone au niveau de l'administration publique et à moderniser les cadres juridiques. Dans l'ensemble, nous prévoyons que les dépenses d'investissement du canton s'élèveront en moyenne à environ 590 millions de francs par an entre 2023 et 2025, y compris les prêts à des tiers. C'est environ 50% de plus que la moyenne 2017-2021, mais sans prendre en compte les sommes importantes que le canton de Vaud a consacrées jusqu'en 2019 à la recapitalisation de sa caisse de pension du personnel (la Caisse de Pensions de l'Etat de Vaud, CPEV). En conjonction avec un affaiblissement de l'épargne brute, nous prévoyons que ce plan d'investissement plus important conduira à des besoins de financement temporaires après investissements, représentant en moyenne 2,4% des recettes totales sur la période 2023-2025.

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, environ 6% des recettes totales. Parallèlement, la hausse du taux directeur de 25 points de base de la BNS à 1,75% en juin 2023 permettra au canton de Vaud de toucher des intérêts sur sa trésorerie.

Les engagements hors bilan représentaient 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, en 2022 la BCV a enregistré son bénéfice net le plus élevé depuis 2007 et semble bien capitalisée (ratio Tier 1 de 17,6% à la fin de l'année 2022).

D'après nous, le profil de crédit du canton est renforcé par sa position exceptionnelle en matière de liquidité 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 20 fois ses besoins en matière de service de la dette au cours des 12 prochains mois. 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 francs suisses)	2021	2022	--Scénario central--		
			2023 (SC)	2024 (SC)	2025 (SC)
Recettes de fonctionnement	11 012	10 565	10 354	10 951	11 291
Dépenses de fonctionnement	10 177	9 783	10 205	10 721	10 866
Epargne brute	835	782	149	230	425
Epargne brute (% recettes de fonctionnement)	7,6	7,4	1,4	2,1	3,8

Tableau 1

**Statistiques économiques et financières du Canton de Vaud (cont.)**

(En millions de francs suisses)	2021	2022	--Scénario central--		
			2023 (SC)	2024 (SC)	2025 (SC)
Recettes d'investissement	53	76	69	73	75
Dépenses d'investissement	488	462	634	570	573
Solde de financement après investissements	401	396	-416	-267	-73
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	3,6	3,7	-4,0	-2,4	-0,6
Remboursement du capital de la dette	0	275	0	200	0
Emprunts nouveaux	0	0	0	100	0
Solde final	401	121	-416	-367	-73
Dette directe en fin d'année	975	700	700	600	600
Dette directe (% des recettes de fonctionnement)	8,9	6,6	6,8	5,5	5,3
Dette consolidée en fin d'année	975	700	700	600	600
Dette consolidée (% des recettes de fonctionnement consolidées)	8,9	6,6	6,8	5,5	5,3
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
PIB local par habitant (\$)	80 101	78 514	83 914	84 866	83 637
PIB national par habitant (\$)	93 080	92 869	99 468	100 611	99 187

SC - projections du scénario central de S&amp;P Global Ratings, scénario le plus probable. ND - non disponible

Tableau 2

**Synthèse des évaluations pour le Canton de Vaud\***

Facteurs clés de notation	
Cadre institutionnel	1
Économie	1
Gouvernance et gestion financières	1
Performances budgétaires	3
Liquidité	1
Poids de la dette	1
Qualité de crédit intrinsèque	aaa
Note finale	AAA

\*Les notes de S&P Global Ratings sur les collectivités locales sont fondées sur l'analyse de six principaux facteurs listés dans le tableau ci-dessus. La méthodologie "Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S." publiée le 15 juillet 2019 indique comment ces six facteurs sont utilisés pour aboutir à la notation. Le cadre institutionnel est évalué sur une échelle allant de 1 à 6, 1 étant le score le plus élevé et 6 le plus faible. L'économie, la gouvernance et la gestion financières, les performances budgétaires, la liquidité et le poids de la dette sont évalués sur une échelle allant de 1 à 5, 1 étant le score le plus élevé et 5 le plus faible.

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](http://www.standardandpoors.com) (gratuitement), ainsi que sur [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) et [www.globalcreditportal.com](http://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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

Copyright © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.