

Canton de Vaud

3 novembre 2025

TRADUCTION POUR INFORMATION – cette traduction est destinée à faciliter la compréhension de notre publication en langue anglaise publié sur notre site <http://www.spglobal.com> et est fournie à titre d'information uniquement.

Ce rapport ne constitue pas une action de notation

Analyste Principal

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

Analyste Secondaire

Remy Carasse
Paris
+33 144206741
remy.carasse@spglobal.com

Contact Supplémentaire

Sovereign and IPF EMEA
SOVIPF
@spglobal.com

Facteurs clefs de notation

Synthèse

Contexte et hypothèses	Scénario central
Le canton de Vaud bénéficie d'une économie résiliente, d'une démographie dynamique et d'un cadre institutionnel suisse très prévisible.	Les distributions régulières de la Banque nationale suisse (BNS) soutiendront la performance fiscale malgré les allègements fiscaux.
La gestion financière prudente permet de maîtriser les pressions budgétaires grâce à des mesures d'économie.	Nous prévoyons des besoins de financement limités après investissements en 2025-2027, malgré des investissements élevés.
Malgré des risques de retards, le plan d'investissement en infrastructures devrait afficher de solides taux d'exécution.	La qualité de crédit du canton de Vaud est soutenue par un endettement faible et des réserves de trésorerie solides.

Selon S&P Global Ratings, le canton de Vaud est largement protégé des défis macroéconomiques. L'incertitude liée aux tarifs douaniers américains reste élevée, mais la qualité de crédit du canton de Vaud continue de bénéficier d'une économie résiliente et diversifiée. Ceci est associé à un cadre institutionnel suisse extrêmement prévisible et favorable, ainsi qu'à un mécanisme de péréquation solide.

Selon nous, la croissance des recettes fiscales, combinée aux initiatives d'économies, renforcera la performance financière du canton de Vaud. Nous anticipons que le canton contiendra les besoins de financement après investissements à des niveaux modestes au cours de la période 2025-2027. Bien que les allègements fiscaux affectent les recettes fiscales, le canton bénéficie d'une base fiscale solide et de perspectives positives de versements de dividendes de la BNS, après deux années sans distribution. La BNS a distribué environ 188 millions de francs suisses (CHF) au canton de Vaud en 2025. Nous pensons également que le gouvernement contiendra la croissance des dépenses de fonctionnement conformément à ses plans d'économies.

Nous anticipons que le canton de Vaud maintiendra une très solide trésorerie et de faibles niveaux d'endettement à moyen terme. Nous prévoyons que le canton de Vaud préservera des réserves de liquidités substantielles et maintiendra une faible charge d'endettement en 2026-2027, malgré d'ambitieux plans d'investissement en infrastructures qui entraîneront de nouveaux emprunts. Nous prévoyons que la dette consolidée restera 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 solides, un très faible niveau d'endettement et d'importantes réserves de liquidités pendant la période de prévision de deux ans, malgré les pressions sur son budget liées aux allégements fiscaux et à la volatilité potentielle des dividendes de la BNS.

Scénario pessimiste

Nous pourrions abaisser notre 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 allégements fiscaux plus importants que prévu étaient adoptés, conduisant à des besoins de financement après investissements structurellement supérieurs à 5 % de ses revenus totaux, ce qui entraînerait une hausse de l'endettement. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié pour la période de notation.

Synthèse

La note « AAA » du canton de Vaud est soutenue par son économie robuste et sa gestion financière prudente

À l'instar des autres cantons suisses, le canton de Vaud bénéficie d'un cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable (voir « Institutional Framework Assessment: Swiss Cantons Use Fiscal Autonomy To Retain Attractiveness », publié le 31 janvier 2025). 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. Un mécanisme de péréquation assure l'alignement entre recettes et dépenses. De plus, les cantons jouissent d'une grande autonomie fiscale garantie par la Constitution suisse.

Nous anticipons que la croissance du canton de Vaud restera solide, malgré les perturbations commerciales et les pressions liées aux tarifs douaniers. Le canton bénéficie d'une base économique diversifiée et d'une démographie robuste. Le secteur des services vaudois, représentant 80% du PIB, est très diversifié et le canton est moins dépendant du secteur financier que d'autres cantons suisses. Le secteur public relativement important du canton fournit un amortissement supplémentaire contre la volatilité macroéconomique externe. Les politiques commerciales américaines et les tensions mondiales constituent des vents contraires, mais nous anticipons que l'économie vaudoise croîtra à un taux moyen de 1,7% entre 2025 et 2027, soutenue par ses fondamentaux économiques. Au niveau national, S&P Global Ratings prévoit que la croissance ralentira de 1,4% en 2024 à 1,1%

en 2025 et 1,0% en 2026, reflétant les perturbations commerciales et les pressions liées aux tarifs douaniers. Nous anticipons que la croissance du PIB s'accroîtra à 1,7% en 2027 à mesure que les conditions économiques mondiales s'amélioreront.

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 financière prudente du canton contribuera également à atténuer les pressions sur les budgets et les risques plus larges découlant de l'intensification des tensions commerciales mondiales.

La stratégie fiscale du Conseil d'État se concentre autour de son « Plan pour le pouvoir d'achat », une contre-proposition à une initiative populaire qui reste encore à voter et exige une réduction de 12% des impôts cantonaux sur le revenu et la fortune. Cette approche progressive équilibre les allègements fiscaux avec les investissements dans les services essentiels, et comprend une réduction de 3,5% de l'impôt cantonal sur le revenu des personnes physiques pour 2024, passant à 4,0% en 2025, 5,0% en 2026 et 7,0% en 2027. Bien que dépassant l'objectif graduel original de 5,0% du Conseil d'État, les réductions restent plus modérées que la proposition de 12% portée par les acteurs économiques privés.

Le plan de dépenses du canton pour 2026 se concentre sur les investissements essentiels dans la politique socio-éducative, le développement de la main-d'œuvre dans le secteur de la santé et les transports publics. Les pressions budgétaires, reflétées dans la détérioration des performances de ses comptes 2023-2024 et des budgets 2025-2026, ont conduit le Conseil d'État à mettre en œuvre plusieurs mesures d'économie, s'orientant vers une stratégie budgétaire qui vise l'équilibre budgétaire d'ici 2030.

La croissance équilibrée des recettes fiscales et la reprise des distributions de la BNS soutiendront la performance budgétaire du canton de Vaud

Nous prévoyons que la performance budgétaire du canton de Vaud se renforcera nettement à partir de son point bas de 2024, soutenue par la croissance des recettes fiscales d'une économie résiliente et d'une population en croissance. Bien que les réductions fiscales du canton pour soutenir les ménages contraignent le potentiel de croissance fiscale, nous anticipons encore une croissance des recettes fiscales de 2,2% en 2026. Cette croissance sera principalement portée par les impôts sur les sociétés, reflétant la base économique résiliente du canton de Vaud et le nouveau taux de 3,75% sur les bénéfices dépassant 10 millions de francs suisses effectif depuis 2025. Nous prévoyons que les recettes fiscales augmenteront davantage en 2027 grâce à une croissance économique modérée, soutenant l'amélioration des résultats de fonctionnement.

Nous anticipons que le canton de Vaud bénéficiera des distributions de bénéfices de la BNS au cours de la période 2025-2027. Suite à une forte reprise en 2024, portée par un marché des actions solide, la hausse des prix de l'or et l'appréciation du dollar américain, la BNS a enregistré un bénéfice record de 80 milliards de francs suisses et

a distribué 3 milliards de francs suisses en 2025, se traduisant par environ 188 millions de francs suisses pour le canton de Vaud en 2025. En supposant l'absence de changement à l'accord de distribution expirant fin 2025, nous prévoyons prudemment 124 millions de francs suisses pour le canton de Vaud en 2026 et 62 millions de francs suisses en 2027. Le canton a historiquement bénéficié de distributions régulières de la BNS, qui ont culminé à 375 millions de francs suisses en 2022 (3,5% des recettes de fonctionnement). Cependant, les risques de distribution demeurent comme le montrent les pertes substantielles de la BNS de 132 milliards de francs suisses en 2022 et 3,2 milliards de francs suisses en 2023.

Nous pensons que le canton de Vaud mettra en œuvre des mesures d'économie et augmentera l'efficacité opérationnelle pour compenser les contraintes budgétaires. Les pressions budgétaires du canton proviennent principalement de la croissance démographique qui alimente la demande dans la santé, les services sociaux, la protection de l'enfance, le soutien à l'asile, les transports publics, la sécurité et l'éducation. Les vents contraires externes - incluant le conflit entre la Russie et l'Ukraine, l'incertitude liée aux bénéfices de la BNS et la volatilité géopolitique - ont aggravé ces défis. Les mesures d'économies de 305 millions de francs suisses du canton de Vaud incorporées dans son budget 2026 sont réparties en quatre catégories principales : les subventions aux entités externes représentent la plus grande part à 165 millions de francs suisses (54% du plan d'économies), suivies par les coûts de personnel à 51 millions de francs suisses (17%), les transferts municipaux à 46 millions de francs suisses (15%), et les autres dépenses de fonctionnement et recettes à 43 millions de francs suisses (14%).

Le canton de Vaud 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. Le budget 2026 du canton alloue 695 millions de francs suisses en dépenses d'investissement, comprenant 622 millions de francs suisses en investissements et 73 millions de francs suisses en prêts. Dans son plan quinquennal d'investissement, le canton prévoit des investissements bruts moyens annuels de 675 millions de francs suisses en 2026-2027 et environ 2,8 milliards de francs suisses au total pour 2026-2030. En tenant compte des retards potentiels de projets, nous estimons des dépenses d'investissement moyennes annuelles d'environ 475 millions de francs suisses au cours de la période 2025-2027. Notre horizon de prévision exclut tout coût potentiel de recapitalisation lié à la Caisse de pensions de l'État de Vaud (CPEV), qui, bien que peu probable, pourrait représenter une pression budgétaire supplémentaire selon le statut de financement du plan et les exigences réglementaires. Le taux de couverture du fonds de pension de 74,5% à la fin septembre 2025 reste relativement sain et sur la bonne voie pour respecter les directives fédérales exigeant une couverture de 80% d'ici la fin de l'année 2025.

Nous anticipons que la charge de la dette cantonale restera très faible à environ 6,0% des recettes de fonctionnement d'ici 2027. Malgré les pressions du budget de fonctionnement et les dépenses d'investissement substantielles, nous anticipons que le canton évitera des besoins de financement matériels après investissements au-delà de 2025. Nous prévoyons que des réserves de trésorerie substantielles et de nouveaux emprunts d'une moyenne de 125 millions de francs suisses en 2026-2027 fourniront un coussin ample contre des développements adverses imprévus.

Canton de Vaud

Le profil de crédit du canton bénéficie de notre perception d'une position de liquidité exceptionnelle et d'un accès solide aux liquidités externes. La position de liquidité du canton de Vaud est en outre renforcée par une ligne de liquidité de 200 millions de francs suisses avec la Banque Cantonale Vaudoise (BCV). Nous prévoyons que la trésorerie disponible du canton de Vaud continuera à représenter plus de 100% du service annuel de la dette au cours des deux prochaines années.

Nous anticipons que les engagements hors bilan resteront stables à un niveau supérieur à environ 25% des recettes de fonctionnement consolidées du canton en 2025-2027, incluant les garanties accordées aux établissements de santé et aux entreprises de transport public. La position de dette du canton de Vaud pourrait, en situation de stress, être affectée par le coût d'une recapitalisation théorique de la BCV (AA/Stable/A-1+), sa principale entité satellite. Cela étant, la BCV a enregistré des résultats records l'année dernière et semble bien capitalisée ; elle avait un ratio Tier 1 de 18,4% à fin juin 2025.

Canton de Vaud – Statistiques

(En millions de francs suisses)	2022	2023	2024	2025 (SC)	2026 (SC)	2027 (SC)
Recettes de fonctionnement	10 724	10 721	11 091	11 792	12 087	12 424
Dépenses de fonctionnement	10 003	10 540	11 214	11 245	11 371	11 502
Epargne brute	720	180	-122	548	716	922
Epargne brute (% recettes de fonctionnement)	6,7	1,7	-1,1	4,6	5,9	7,4
Recettes d'investissement	76	71	77	78	87	86
Dépenses d'investissement	461	609	465	483	472	448
Solde de financement après investissements	334	-358	-510	143	331	561
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	3,1	-3,3	-4,6	1,2	2,7	4,5
Remboursement du capital de la dette	275	0	200	0	0	0
Emprunts nouveaux	0	0	0	0	100	150
Solde final	59	-358	-710	143	431	711
Dette directe en fin d'année	700	700	500	500	600	750
Dette directe (% des recettes de fonctionnement)	6,5	6,5	4,5	4,2	5,0	6,0
Dette consolidée en fin d'année	700	700	500	500	600	750
Dette consolidée (% des recettes de fonctionnement consolidées)	6,5	6,5	4,5	4,2	5,0	6,0
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
PIB local par habitant (\$)	81 309	86 163	93 946	99 406	97 272	93 561
PIB national par habitant (\$)	93 984	99 799	103 627	109 266	106 447	102 475

Source : Comptes de l'émetteur, retraités par S&P Global Ratings ; Projections S&P Global Ratings 2025-2027. SC - projections du scénario central de S&P Global Ratings, scénario le plus probable. ND – Non disponible.

Canton de Vaud – Synthèse des évaluations

Facteurs clefs de notation	Scores
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.

Méthodologies associées

- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings, Oct. 10, 2021
- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S., July 15, 2019
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

Rapports associés

- Sovereign Risk Indicators, Oct. 7, 2024. Interactive version available at <http://www.spratings.com/sri>
- Switzerland, Aug. 11, 2025
- Economic Outlook Eurozone Q4 2025: Recovery Continues Despite Consumer Hesitancy, Sept. 23, 2025
- Banking Industry Country Risk Assessment: Switzerland, July 30, 2024
- Banque Cantonale Vaudoise, Nov. 16, 2023
- Institutional Framework Assessment: Swiss Cantons Benefit From Autonomy And Robust Checks And Balances, May 23, 2023
- Record Loss At Swiss National Bank Wipes Out Profit Distribution To Cantons In 2023 And Jeopardizes 2024 Payment, Jan. 23, 2023