

# Communiqué

31 mai 2019

## Principaux facteurs de notation

### Contexte général de la collectivité

Le Canton de Vaud dispose de fondamentaux économiques très solides, d'une gouvernance et d'une gestion financières très forte et d'un cadre institutionnel favorable.

- Le cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable des cantons suisses, ainsi qu'une économie très forte permettent au Canton de Vaud de disposer d'une planification financière solide.

- Nous anticipons que Vaud sera en mesure d'absorber la mise en place dès 2019 de la réforme de la fiscalité des entreprises qui, couplée à un niveau plus élevé des investissements, conduira à des besoins de financement après investissements jusqu'en 2021.

- Vaud continue de disposer de très solides caractéristiques de crédit, dont témoignent une situation de liquidité exceptionnelle et un faible endettement.

### Anticipations du scénario central

Vaud sera en mesure d'absorber la mise en place de la réforme de la fiscalité des entreprises et de limiter les besoins de financement après investissements et l'endettement d'ici 2021.

- La mise en place dès 2019 de la réforme de la fiscalité des entreprises pèse sur les finances cantonales puisqu'elle entraîne une baisse des recettes fiscales et l'entrée en vigueur de mesures d'accompagnement à destination des ménages et des communes.

- Le référendum national du 19 mai 2019 sur le projet fédéral de réforme de la fiscalité des entreprises (« RFFA »), accepté par la population, permettra aux cantons de recevoir à partir de 2020 une compensation financière fédérale en contrepartie d'abolition des status spéciaux cantonaux.

- Nous estimons que la gouvernance financière prudente du Canton de Vaud et son économie solide (se traduisant par une forte dynamique des recettes fiscales) lui permettront de limiter les besoins de financement après investissements et d'éviter une augmentation forte de l'endettement d'ici 2021.

### ANALYSTE PRINCIPAL

**Christophe Dore**

Paris

(33) 1-4420-6665

christophe.dore @spglobal.com

### ANALYSTE SECONDAIRE

**Mehdi Fadli**

Paris

(33) 1-4420-6706

mehdi.fadli @spglobal.com

### CONTACT ADDITIONNEL

**EMEA Sovereign and IPF**

SovereignIPF @spglobal.com

## Perspective

La perspective stable reflète notre anticipation que le Canton maintiendra de fortes performances budgétaires et un faible endettement d'ici 2021. Si l'entrée en vigueur de la réforme de la fiscalité des entreprises en 2019 constituera un élément de pression budgétaire, nous estimons que le Canton de Vaud en absorbera l'impact et conservera des performances budgétaires fortes, grâce à une très forte économie et à une gouvernance financière prudente.

## Scénario pessimiste

Nous pourrions abaisser la note si le Canton maîtrisait moins ses charges, conduisant à des besoins de financement après investissements structurellement supérieurs à 5% de ses revenus totaux, ce qui nous conduirait à revoir notre appréciation de la gouvernance et de la gestion financières du Canton. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié à ce stade.

## Synthèse

La note du Canton de Vaud est soutenue par ses fondamentaux économiques très solides et par le cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable des cantons suisses. Si l'entrée en vigueur en 2019 de la réforme de la fiscalité des entreprises à Vaud conduira à une réduction des revenus du Canton et à des besoins de financement après investissements d'ici 2021, nous estimons que la gouvernance du Canton sera en mesure de limiter les besoins de financement après investissements et d'éviter une croissance forte de l'endettement. Vaud connaît des performances budgétaires fortes et dispose d'une situation de liquidité exceptionnelle et d'une faible dette.

### **Vaud bénéficie d'un cadre institutionnel favorable et une économie très forte, compensant une flexibilité moyenne sur les recettes**

Le Canton continue de bénéficier d'une économie riche, diversifiée et concurrentielle, qui renforce les bases de revenus du Canton, dont plus de 60% des recettes sont d'origine fiscale en 2018.

Nous considérons le cadre institutionnel et financier des Cantons suisses comme extrêmement prévisible et favorable. Les principales réformes du cadre institutionnel sont planifiées très en amont et font l'objet de larges discussions (dont témoigne récemment le projet de réforme de la fiscalité des entreprises), et la transparence financière des Cantons suisses est très forte. Selon nous, les Cantons suisses disposent d'une adéquation comparativement forte de leurs recettes et de leurs dépenses, soutenus sur divers dispositifs de péréquation existants. Reflétant ce caractère favorable du cadre institutionnel des cantons suisses, les cantons recevront à compter de 2020 de compensations financières en provenance de la Confédération pour accompagner les réductions d'impôts cantonaux dans le cadre de la réforme de l'imposition des entreprises (« RFFA »).

Nous continuons de juger que la flexibilité budgétaire du Canton reste moyenne. Si les recettes modifiables représentaient 64% des recettes de fonctionnement en 2018, l'essentiel des charges de fonctionnement sont par nature relativement rigides car relevant de compétences clefs (éducation, prévoyance sociale et santé).

### **Malgré l'impact budgétaire dès 2019 de la réforme de la fiscalité des entreprises, le Canton devrait maintenir des performances budgétaires solides, limitant le recours à l'endettement d'ici 2021**

Nous estimons que le Canton maintiendra des performances budgétaires fortes d'ici 2021, bien qu'en retrait par rapport à la période 2016-2018. Après avoir présenté un niveau élevé d'épargne brute de 8% des revenus de fonctionnement en 2017, notamment du fait de recettes fiscales très dynamiques et d'éléments exceptionnels, nous estimons que le boni de fonctionnement devrait se réduire dès 2019, à environ 2,5% des recettes de fonctionnement en moyenne entre 2019 et 2021, principalement sous l'effet de la réforme de l'imposition des entreprises et de l'augmentation des dépenses de prévoyance sociale et de santé.

Après d'importants excédents de financements après investissements ces dernières années (4% des revenus totaux en 2018), nous anticipons un besoin de financement après investissements à hauteur de 5% des recettes totales en 2019, sous l'effet d'investissements importants (dont un flux exceptionnel de 319 millions de Francs suisses permettant de finaliser la recapitalisation de

## Communiqué

la Caisse de pensions de l'Etat de Vaud - CPEV), puis des besoins de financement après investissements modérés et en réduction à l'horizon de 2021.

Malgré ces pressions, nous considérons que le Canton sera en mesure de limiter le recours à l'emprunt, avec un endettement consolidé (comprenant la dette directe et la dette garantie des entités que nous jugeons financièrement dépendantes du Canton) à 31% des revenus de fonctionnement fin 2021. Nous comprenons que le Canton souhaite un maintien des équilibres budgétaires sur la législature tout en mettant en œuvre de la réforme de l'imposition des entreprises dès 2019. Selon nous, le Canton dispose d'une planification financière pluriannuelle solide, d'une gestion de la dette et de la trésorerie de qualité et d'un fort contrôle des entités satellites.

Ses importantes réserves de trésorerie et son faible endettement soutiennent la situation de liquidité du Canton, que nous jugeons exceptionnelle. Nous estimons que l'excédent net moyen de trésorerie de Vaud couvrira très largement le service de la dette au cours des douze prochains mois. Dans notre scénario central, cette très forte couverture du service de la dette se poursuivra après 2019, grâce au maintien d'excédents de trésorerie et à l'absence de remboursement d'emprunts jusqu'en 2022. Nous estimons que le Canton conserve un accès important à la liquidité externe, notamment aux marchés financiers, et il dispose d'une ligne de trésorerie contractualisée et intégralement disponible de 200 millions de Francs suisses auprès de la Banque Cantonale Vaudoise (BCV, notée « AA/Stable/A-1+ »).

Les engagements hors-bilan du Canton restent selon nous modérés et principalement liés à la BCV, les garanties octroyées aux entités que nous jugeons financièrement non dépendantes étant très limitées (2% des revenus de fonctionnement).

## Statistiques financières et économiques

Tableau 1

### Statistiques financières et économiques du Canton de Vaud

(En millions de Francs suisses)	2017	2018	2019(SC)	2020(SC)	2021(SC)
Recettes de fonctionnement	9563	9768	9603	9744	9956
Dépenses de fonctionnement	8647	8952	9331	9552	9738
Boni de fonctionnement	917	816	272	192	218
Boni de fonctionnement (% recettes de fonctionnement)	9.6	8.4	2.8	2.0	2.2
Recettes d'investissement	95	91	88	93	103
Dépenses d'investissement	570	490	855	406	393
Solde de financement après investissements	441	417	-496	-121	-72
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	4.6	4.2	- 5.1	- 1.2	- 0.7
Remboursement du capital de la dette	0	0	0	0	0
Emprunts nouveaux	0	0	0	0	100
Solde final	441	417	-496	-121	28
Recettes fiscales modulables à la hausse (% des recettes de fonctionnement)	64.7	64.5	62.4	62.6	62.4
Dépenses d'investissements (% des dépenses totales)	6.2	5.2	8.4	4.1	3.9

## Communiqué

Tableau 1

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

Dettes directes en fin d'année	975	975	975	975	1075
Dettes directes (% des recettes de fonctionnement)	10.2	10.0	10.2	10.0	10.8
Dettes consolidées en fin d'année	2258	2398	2630	2801	3054
Dettes consolidées (% des recettes de fonctionnement consolidées)	23.6	24.5	27.4	28.7	30.7
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PIB local par habitant (nominal - en CHF)	70528	71677	73300	74628	76000
PIB national par habitant (nominal - en CHF)	78803	80831	82078	83921	85796

SC - projections du scénario central de S&P Global Ratings, scénario le plus probable.

Sources : Données 2017-2018 du Canton de Vaud retraitées par S&P Global Ratings ; Projections S&P Global Ratings pour 2019-2021

## Synthèse des scores

Tableau 2

### Synthèse des scores pour le Canton de Vaud\*

Facteurs clés de notation	
Cadre institutionnel	Extrêmement prévisible et équilibré
Economie	Très forte
Gouvernance et gestion financières	Très fortes
Flexibilité budgétaire	Moyenne
Performances budgétaires	Fortes
Liquidité	Exceptionnelle
Poids de la dette	Faible
Engagements hors-bilan	Modérés

\*Les notes de S&P Global sur les collectivités locales sont fondées sur l'analyse de huit principaux facteurs listés dans le tableau ci-dessus, conformément à notre méthodologie. La partie A de notre méthodologie "Methodology For Rating Non-US Local And Regional Governments" publiée le 30 juin 2014 indique comment ces huit facteurs sont utilisés pour aboutir à la notation.

## Statistiques : Suisse

- Sovereign Risk Indicators, April 11, 2019. An interactive version is also available at <http://www.spratratings.com/sri>.

## Méthodologies

- Criteria - Governments - International Public Finance: Methodology For Rating Non-U.S. Local And Regional Governments, June 30, 2014
- Criteria - Governments - International Public Finance: Methodology And Assumptions For

## **Communiqué**

Analyzing The Liquidity Of Non-U.S. Local And Regional Governments And Related Entities And For Rating Their Commercial Paper Programs, Oct. 15, 2009

- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009

## **Rapports associés**

- Two Popular Votes, Two Approaches To Corporate Tax Reform In Switzerland, May 21, 2019
- Local Government Debt 2019: Slower Debt Reduction For German States And Little Change For Swiss And Austrian LRG Debt, March 1, 2019
- Switzerland Ratings Affirmed At 'AAA/A-1+'; Outlook Stable, Feb. 22, 2019
- Public Finance System Overview: Swiss Cantons, Nov. 20, 2018
- Will The Swiss Tax Reform Plan TP 17 Cost Some Cantons More Than Others?, Aug. 29, 2018

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 © 2019 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.