

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

29 novembre 2019

Perspective

La perspective stable reflète notre anticipation que Vaud maintiendra des performances budgétaires adéquates et un très faible niveau d'endettement d'ici 2021. Si l'entrée en vigueur de la réforme de la fiscalité des entreprises en 2019 constitue un élément de pression sur le niveau d'épargne brute du Canton traditionnellement très solide, nous estimons que le Canton de Vaud en absorbera l'impact et conservera des bonis de fonctionnement de 3% en moyenne et des besoins de financements après investissement très modestes. Ceci permettra au Canton de limiter son recours à l'emprunt aux besoins de refinancement, le solde des besoins étant couvert par ses importantes réserves de trésorerie.

Nous pourrions abaisser de 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, conduisant à accroître l'endettement, 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 déficits et d'éviter une croissance forte de l'endettement. Vaud dispose également d'importantes réserves de trésorerie.

Vaud bénéficie d'un cadre institutionnel favorable et une économie très forte

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

ANALYSTE PRINCIPAL

Christophe Dore
Paris
(33) 1-4420-6665
christophe.dore
@spglobal.com

ANALYSTES SECONDAIRES

Mariamena Ruggiero
Milan
(39) 02-72111-262
mariamena.ruggiero
@spglobal.com

Paloma Aparicio
Paris
+ 33 14 075 2548
paloma.aparicio
@spglobal.com

Federico Loreti
Paris
+ 33140752509
federico.loreti
@spglobal.com

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

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 »).

Malgré l'impact budgétaire dès 2019 de la réforme de la fiscalité des entreprises, le Canton devrait limiter les besoins de financement après investissements et les financer par ponction sur sa trésorerie

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 boni de fonctionnement élevé (8% des revenus de fonctionnement) en 2018, 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 3% des recettes de fonctionnement en moyenne entre 2019 et 2021. Ceci reflète principalement l'effet de la réforme de l'imposition des entreprises et l'augmentation des dépenses de prévoyance sociale et de santé, dont nous estimons toutefois une pression moindre que dans notre scénario central précédent (qui prévoyait des boni de fonctionnement à 2,3% en moyenne).

Après des excédents de financements après investissements élevés ces dernières années (4% des revenus totaux en 2018), nous anticipons un besoin de financement après investissements à hauteur de 3,8% 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 la Caisse de pensions de l'Etat de Vaud - CPEV), puis des déficits modérés et en réduction à l'horizon de 2021 à 0,5% des recettes totales.

Nous considérons que le Canton sera en mesure de limiter son recours à l'emprunt, avec un endettement faible à 10%-11% des revenus de fonctionnement fin 2021, en intégrant notre anticipation d'un emprunt de 100 millions de Francs suisses en 2021 en vue du remboursement d'une échéance d'emprunt obligataire en 2022. Nous estimons que les engagements hors bilan représentent moins de 60% des recettes de fonctionnement, et sont constitués des garanties d'emprunt octroyées et des coûts de recapitalisation théoriques de la Banque Cantonale Vaudoise (BCV, AA/Stable/A-1+) dans un scénario de stress hypothétique. La BCV dispose d'une qualité de crédit intrinsèque solide ('a'), mais d'un total de bilan comparativement important (47,9 milliard de francs suisse)

Nous comprenons que le Canton souhaite maintenir ses équilibres budgétaires sur le mandat tout en mettant en œuvre 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 très forte situation de liquidité du Canton. Nous anticipons le maintien d'une très forte couverture du service de la dette, grâce aux importantes réserves 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 BCV.

Statistiques financières et économiques

Tableau 1

Statistiques économiques et financières du Canton de Vaud

(En millions de CHF)	2017	2018	2019 (SC)	2020 (SC)	2021 (SC)
Recettes de fonctionnement	9 563	9 768	9 612	9 827	9 927
Dépenses de fonctionnement	8 647	8 952	9 292	9 493	9 670
Boni de fonctionnement	917	816	320	334	257
Boni de fonctionnement (% recettes de fonctionnement)	9,6	8,4	3,3	3,4	2,6
Recettes d'investissement	95	91	88	93	103
Dépenses d'investissement	570	490	779	461	407
Solde de financement après investissements	441	417	-372	-34	-47
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	4,6	4,2	-3,8	-0,3	-0,5
Remboursement du capital de la dette	0	0	0	0	0
Emprunts nouveaux	0	0	0	0	100
Solde final	441	417	-372	-34	53
Dette directe en fin d'année	975	975	975	975	1 075
Dette directe (% des recettes de fonctionnement)	10,2	10,0	10,1	9,9	10,8
Capacité de désendettement (en années)	1,1	1,2	3,1	2,9	4,2
Dette consolidée en fin d'année	975	975	975	975	1 075
Dette consolidée (% des recettes de fonctionnement consolidées)	10,2	10,0	10,1	9,9	10,8
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
PIB local par habitant (CHF)*	70 528	71 677	73 300	74 628	76 000
PIB national par habitant (CHF)*	78 917	80 700	82 087	83 747	85 580

SC - projections du scénario central de S&P Global Ratings, scénario le plus probable. *Estimations S&P Global Ratings à partir de données Eurostat et Insee Source : Comptes 2017-2018 du Canton, retraités par S&P Global Ratings ; Projections S&P Global Ratings 2019-2021

Synthèse des évaluations

Tableau 2

Synthèse des évaluations pour le Canton de Vaud*

Facteurs clés de notation

Cadre institutionnel	1
Economie	1
Gouvernance et gestion financière	1
Performances budgétaires	3

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

Tableau 2

Synthèse des évaluations pour le Canton de Vaud* (cont.)

Facteurs clés de notation

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.

Statistiques : Suisse

- Sovereign Risk Indicators, October 10, 2019. An interactive version is also available at <http://www.spratratings.com/sri>.

Méthodologies

- Methodology Of Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S., July 15, 2019
- 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
- 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 COMMERCIALITÉ, 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 © 2019 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.