

## Canton de Vaud

**Primary Credit Analyst:**

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

**Secondary Contact:**

Stephanie Mery, Paris + 0033144207344; stephanie.mery@spglobal.com

### Table Of Contents

Key Rating Factors

Outlook

Rationale

Key Statistics

Ratings ScoreSnapshot

Key Sovereign Statistics

Related Criteria

Related Research

# Canton de Vaud

## Facteurs clés de notation

Contexte et hypothèses	Scénario central
<p>S&amp;P Global Ratings anticipe que le cadre institutionnel favorable et le pilotage budgétaire fort soutiendront la solvabilité du Canton de Vaud pendant le ralentissement économique consécutif à la pandémie de COVID-19.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Une économie diversifiée et un niveau de revenus élevé permettront au Canton de surmonter la pandémie de COVID-19.</li><li>• Le pilotage budgétaire très prudent permettra au Canton de Vaud de rétablir son épargne brute au sortir de la pandémie.</li><li>• A l'instar des autres cantons suisses, le Canton de Vaud bénéficiera toujours d'un cadre institutionnel extrêmement favorable et prévisible.</li></ul>	<p>La maîtrise des dépenses et le rétablissement des recettes de fonctionnement (RF) permettront au Canton de limiter les déficits budgétaires liés à la pandémie de COVID-19 pour la période de notation.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Le Canton met en place un vaste plan de relance pour lutter contre la récession induite par la pandémie de COVID-19, qui engendre la baisse des rentrées fiscales suivie d'une érosion des taux d'épargne brute en 2020 et 2021.</li><li>• L'épargne brute renouera avec la hausse à partir de 2022, contribuant à financer le programme d'investissement du Canton et à réduire ses émissions d'emprunts.</li><li>• Le Canton de Vaud, qui bénéficie d'une liquidité très forte et d'un endettement très faible, restera une entité très solvable.</li></ul>

## Perspective

La perspective stable reflète notre anticipation que Vaud maintiendra des performances budgétaires adéquates et un très faible niveau d'endettement pendant la période de notation, malgré les pressions liées à la pandémie de COVID-19. Nous estimons que le Canton devrait parvenir à absorber les effets de la pandémie ainsi que les impacts à moyen terme de la réforme de l'imposition des entreprises, ce qui lui permettra de maintenir des taux d'épargne brute équivalents à environ 3 % des RF ; les déficits après investissements ne devraient par ailleurs qu'être temporaires. Ces besoins de financement après investissements, qui s'ajoutent au refinancement prévu d'un emprunt de 275 millions de francs suisses (CHF) à échéance de 2022, ne feront augmenter que de très peu la dette vaudoise pendant la période de notation, sans affaiblir les importantes réserves de trésorerie du Canton.

### 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, faisant accroître l'endettement, ce qui nous amènerait à revoir notre appréciation de la gouvernance et de la gestion financières du Canton. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié pour la période de notation.

## Synthèse

La pandémie de COVID-19 et les restrictions consécutives ont considérablement perturbé l'activité économique du Canton de Vaud en 2020. Pour faire face, le gouvernement cantonal se propose de mettre en œuvre un vaste plan de relance, qui entraînera des dépenses supplémentaires jusqu'en 2021, alors que les rentrées fiscales sont en baisse. Toutefois, dès la reprise économique, le pilotage budgétaire prudent et la maîtrise des coûts permettront au Canton de Vaud de dégager une épargne brute en augmentation à partir de 2022. Cette dynamique favorable devrait également soutenir le plan d'investissement ambitieux du Canton, qui vise notamment la santé, l'éducation et les infrastructures routières. Nous pensons cela devrait permettre de limiter le recours à l'emprunt tout en contribuant à préserver les importantes réserves de trésorerie du Canton de Vaud.

### Un pilotage financier très rigoureux et le niveau de revenus élevé des ménages continueront à soutenir la solvabilité du Canton

Nous anticipons que l'économie du Canton se contractera de 4,4 % en 2020, ce qui correspond à la moyenne suisse. Le ralentissement toucherait tous les secteurs économiques, l'industrie et les services souffrant des mesures mises en œuvre pour contenir la pandémie et de la baisse marquée de la demande extérieure. Toutefois, le recours de grande ampleur au dispositif cantonal de chômage partiel, qui concerne aujourd'hui environ 8 % de la population active vaudoise, a jusqu'à présent limité la montée du chômage. Malgré l'ampleur du choc, l'économie vaudoise, qui bénéficie d'une bonne base industrielle et secteurs de la santé et de l'éducation dynamiques, reste, d'après nous, forte et diversifiée. Les revenus des ménages vaudois affichent également un niveau très élevé. Nous estimons que le PIB cantonal par habitant s'élèvera à 67'000 CHF en 2020, ce qui est inférieur à la moyenne nationale suisse mais très supérieur en comparaison internationale.

D'après nous, le Canton de Vaud fait preuve d'un pilotage budgétaire très rigoureux. En effet, le Canton met en œuvre une planification financière pluriannuelle prudente et détaillée, une gestion de la dette et de la trésorerie conservatrice et pilote étroitement ses entités satellites. Inscrite dans la Constitution cantonale, la discipline budgétaire exclut les besoins de financement avant amortissements. En outre, le gouvernement cantonal a toujours prouvé sa capacité à mettre en œuvre ses politiques budgétaires : ainsi, récemment, il a réalisé en 2019 une vaste réforme de l'imposition des entreprises (RIE III), un an avant sa mise en place au niveau national.

A 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 cantonales, soutenue par des dispositifs de péréquation, sont bien proportionnées par rapport leurs dépenses. Ils jouissent par ailleurs d'une grande autonomie fiscale, garantie par la Constitution suisse.

### A partir de 2022, la performance opérationnelle du Canton se rétablira progressivement du choc de la COVID-19, ce qui permettra de financer les projets d'investissement tout en limitant le recours à l'endettement

Très réactif face à la pandémie de COVID-19, le gouvernement cantonal a affecté 403 millions de francs suisses (CHF) début avril pour aider les établissements de santé et soutenir les secteurs économiques les plus touchés.

En novembre 2020, le Canton de Vaud a approuvé une enveloppe supplémentaire de 115 millions de francs

suisses (CHF), qui est venue compléter les mesures précédentes. Nous anticipons que ces plans devraient entraîner des décaissements nettement plus élevés en 2020 et 2021, les dépenses de fonctionnement augmentant respectivement de 5,6 % et de 4 % pour ces années. En même temps, la récession a affecté assez modérément les rentrées fiscales en 2020, puisque les travailleurs concernés par la réduction de l'horaire de travail ont continué de s'acquitter de l'impôt sur le revenu. De même, le Canton estime que les rentrées de l'impôt sur les personnes morales dépasseraient de loin les prévisions initiales. Par ailleurs, nous pensons que les versements plus élevés de la Banque nationale suisse devraient renforcer les RF et compenser en partie les dépenses liées à la pandémie de COVID-19. Dans l'ensemble, nous anticipons que le Canton de Vaud affichera un taux d'épargne brute de 5,8 % des RF en 2020, soit une baisse de 1,4 points de pourcentage par rapport à 2019.

Toutefois, la hausse du chômage et la baisse des bénéficiaires imposables des entreprises en 2020 devraient détériorer les conditions de l'exercice 2021. Tenu par sa promesse de réduire les impôts, le gouvernement cantonal a également décidé de réduire son coefficient fiscal de 1 point de pourcentage. Nous anticipons donc une baisse des rentrées fiscales de 5,2 % en 2021 ; associée aux dépenses encore élevées pour combattre l'impact de la pandémie de COVID-19, cette baisse limiterait le taux d'épargne brute à 0,5 % des OR. Nous pensons que ce ratio cantonal devrait monter à 2,8 % des OR en 2022, une fois que les recettes fiscales se redressent - en profitant du rebond économique avec un an de décalage - et les mesures de relance sont allégées. Même si la performance budgétaire du Canton de Vaud devrait poursuivre son amélioration au-delà de la période couverte par nos prévisions, nous pensons qu'elle restera inférieure à celle des périodes passées. Les rentrées fiscales générées par l'impôt sur les sociétés pourraient souffrir, car les entreprises sont contraintes d'adapter leurs modèles commerciaux au nouvel environnement fiscal après la RIE III. Par ailleurs, le Canton a pris l'engagement d'assumer progressivement une part croissante des dépenses sociales, responsabilité commune avec les municipalités.

Nous anticipons que le Canton poursuivra son plan d'investissement ambitieux, les dépenses d'investissement avoisinant en moyenne 415 millions de francs suisses (CHF) par an entre 2020 et 2022. Il en résulterait des besoins de financement après investissements modérés, représentant en moyenne 0,1 % des recettes totales pour cette période ; cependant, nous anticipons que le Canton devrait dégager à nouveau des capacités de financement après investissement modérées dès lors que son épargne brute se renforcera. Ces capacités de financement limiteront son recours à l'emprunt dans les années à venir et, compte tenu du remboursement en capital d'un emprunt de 275 millions de francs suisses (CHF) arrivant à échéance en 2022, nous estimons que la dette directe devrait atteindre 13,2 % des RF pour cette même année, soit une augmentation de 3,2 % par rapport à 2019. Le Canton bénéficie d'une exposition modérée aux engagements hors bilan, qui ne représentent pas, d'après nous, un risque de crédit important.

Nous pensons que le Canton de Vaud affiche un profil de crédit renforcé par la position exceptionnelle de sa trésorerie et par son accès aisé aux liquidités externes.

## Statistiques financières

### Tableau 1

## Canton de Vaud - indicateurs

(Mil. CHF)	2017	2018	2019	2020bc	2021bc	2022bc
Recettes de fonctionnement	9,563	9,764	9,818	10,221	10,066	10,286
Dépenses de fonctionnement	8,647	8,951	9,113	9,626	10,014	9,995
Épargne brute	917	813	705	595	52	291
Épargne brute (% des recettes de fonctionnement)	9.6	8.3	7.2	5.8	0.5	2.8
Recettes d'investissement	78	96	93	81	95	95
Dépenses d'investissement	570	497	623	333	435	478
Capacité (besoins) de financements après investissements	425	412	175	344	(289)	(92)
Capacité (besoins) de financements après investissements (en % des recettes totales)	4.4	4.2	1.8	3.3	(2.8)	(0.9)
Remboursement de la dette	0	0	0	0	0	275
Emprunts bruts	0	0	0	0	289	367
Solde après emprunts	425	412	175	344	0	0
Dette directe (stock au 31/12)	975	975	975	975	1,264	1,355
Dette directe (% des recettes de fonctionnement)	10.2	10.0	9.9	9.5	12.6	13.2

## Tableau 1 (suite)

Canton de Vaud - indicateurs						
(Mil. CHF)	2017	2018	2019	2020bc	2021bc	2022bc
Dettes consolidées (stock au 31/12)	975	975	975	975	1,264	1,355
Dettes consolidées (en % des recettes de fonctionnement consolidées)	10.2	10.0	9.9	9.5	12.6	13.2
Intérêts payés (% des recettes de fonctionnement)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
PIB par habitant local (en CHF)	67,745	69,889	70,609	66,997	69,645	71,835
PIB par habitant national (en CHF)	81,764	84,219	84,466	80,338	83,713	86,553

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 available information. The main sources are the financial statements and budgets, as provided by the issuer. bc--Base case reflects S&P Global Ratings' expectations of the most likely scenario. N/A--Not applicable. N.A.--Not available. N.M.--Not meaningful. CHF--Swiss franc.

## Résumé des scores de notation

### Tableau 2

Key rating factors	Scores
Cadre institutionnel	1
Economie	1
Gestion financière	1
Performance budgétaire	3
Liquidité	1
Dettes	1
Qualité de crédit intrinsèque	aaa
Notation	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 the steps we follow to derive the global scale foreign currency rating on each LRG. The institutional framework is assessed on a six-point scale: 1 is the strongest and 6 the weakest score. Our assessments of economy, financial management, budgetary performance, liquidity, and debt burden are on a five-point scale, with 1 being the strongest score and 5 the weakest.

## Key Sovereign Statistics

- Sovereign Risk Indicators, Oct. 12, 2020. An interactive version is available at <http://www.spratings.com/sri>

## Related Criteria

- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S., July 15, 2019
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings, April 7, 2017
- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology: Rating Non-U.S. Local And Regional Governments Higher Than The Sovereign, Dec. 15, 2014

- General Criteria: Ratings Above The Sovereign--Corporate And Government Ratings: Methodology And Assumptions, Nov. 20, 2013
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011

## Related Research

- Institutional Framework Assessments For International Local And Regional Governments, Nov. 5, 2020
- Switzerland 'AAA/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable, Aug. 21, 2020
- Comparative Statistics: European Local And Regional Government Risk Indicators, June 30, 2020
- COVID-19 Will Test The Financial Flexibility Of LRGs In Germany, Switzerland, And Austria, April 27, 2020
- Swiss Cantons Will Receive Greater Payouts From SNB, But Will It Last?, March 3, 2020
- Local Government Debt In Germany, Switzerland, And Austria For 2020, March 2, 2020
- 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

### Ratings Detail (As Of November 27, 2020)\*

#### Vaud (Canton of)

Issuer Credit Rating	AAA/Stable/--
Senior Unsecured	AAA

#### Issuer Credit Ratings History

14-Jun-2013	AAA/Stable/--
25-Aug-2011	AA+/Positive/--
26-Jul-2010	AA+/Stable/--

\*Unless otherwise noted, all ratings in this report are global scale ratings. S&P Global Ratings' credit ratings on the global scale are comparable across countries. S&P Global Ratings' credit ratings on a national scale are relative to obligors or obligations within that specific country. Issue and debt ratings could include debt guaranteed by another entity, and rated debt that an entity guarantees.

#### Additional Contact:

EMEA Sovereign and IPF; SovereignIPF@spglobal.com

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgment at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.