

Canton de Vaud

17/11/2021

Ce rapport ne constitue pas une action de notation.

CONTACT PRIMAIRE

Étienne Polle
Paris
33-01-40-75-25-11
etienne.polle@spglobal.com

CONTACT SUPPLÉMENTAIRE

Stephanie Mery
Paris 0033144207
344
stephanie.mery
@spglobal.com

Points saillants du crédit

Résumé

Contexte et hypothèses

La note attribuée au canton de Vaud s'appuie sur la solidité de son économie, ses pratiques de gestion financière saines et le cadre institutionnel favorable aux cantons suisses.

--L'économie diversifiée du canton et le niveau élevé de ses revenus alimenteront la reprise des recettes fiscales après la pandémie.

--Les pratiques de gestion financière prudente de Vaud devraient contribuer à rétablir son épargne brute sur notre horizon de notation.

--À l'instar d'autres cantons suisses, le Canton de Vaud continuera de bénéficier d'un cadre institutionnel extrêmement favorable et prévisible.

Scénario central

Nous prévoyons que l'épargne brute du canton de Vaud s'améliorera progressivement au cours des deux prochaines années, ce qui aidera le canton à autofinancer son programme d'investissement et à limiter ses besoins d'emprunt.

--L'épargne brute sera faible en 2021 en raison des dépenses de relance élevées du canton de Vaud et de l'impact différé du ralentissement de l'année dernière sur les recettes fiscales.

--L'épargne brute devrait commencer à se redresser en 2022, permettant de couvrir les dépenses d'investissement du canton et de limiter les besoins d'emprunt.

--Le très faible endettement et la très forte position de liquidité du Canton continuent à soutenir sa qualité de crédit.

La note de crédit émetteur à long terme "AAA" attribuée par S&P Global Ratings au canton de Vaud s'appuie sur la très bonne gestion financière du canton, sur le cadre institutionnel extrêmement prévisible et favorable aux cantons suisses et sur une économie locale riche et diversifiée. La

pandémie de COVID-19 pèse sur les finances vaudoises en 2021. Nous prévoyons une baisse des recettes de fonctionnement en raison des effets différés du ralentissement économique de l'année dernière, alors que le canton continue à engager des dépenses destinées à soutenir son économie. Néanmoins, les recettes fiscales se sont avérées plus résistantes que prévu, le dividende plus important que d'habitude de la Banque nationale suisse (BNS) ayant par ailleurs amorti l'impact de la pandémie sur la performance budgétaire du canton de Vaud. Nous prévoyons que la politique budgétaire du canton restera prudente sur l'horizon de nos perspectives, avec notamment des réductions d'impôts modestes et des mesures ciblées pour améliorer la qualité des services publics dans les domaines de la santé et de l'éducation. Combiné à un retour de la croissance économique, nous pensons que cela permettra à Vaud d'afficher une épargne brute en augmentation progressive et qui couvrira largement les besoins découlant de l'important plan cantonal d'investissement. Selon nous, les nouveaux emprunts seront limités au refinancement de la dette amortissable, ce qui permettra de préserver les importantes réserves de liquidités du canton de Vaud.

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 découlant de la pandémie. Nous estimons que le Canton pourra absorber les effets de la pandémie ainsi que l'impact à moyen terme de la réforme de la fiscalité des entreprises. Cela lui permettra de maintenir des taux d'épargne brute au-dessus de 3 % des recettes de fonctionnement, tout en continuant à afficher de modestes capacités de financement après investissements. Ces dernières limiteront les besoins d'emprunt du canton au refinancement d'une dette de 275 millions de francs suisses (CHF) arrivant à échéance en 2022, tout en soutenant ses importantes réserves de trésorerie.

Nous pourrions abaisser la note si le canton de Vaud 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 à la baisse notre appréciation de la gouvernance et de la gestion financière du Canton. Toutefois, ce scénario n'est pas privilégié pour la période de notation.

Synthèse

La qualité de crédit du canton de Vaud est soutenue par le dynamisme de son économie locale et par ses pratiques de gestion très solides

Le déploiement rapide du vaccin a permis aux autorités d'assouplir les restrictions relatives au COVID-19, ouvrant ainsi la voie à une reprise économique généralisée en 2021. Nous nous attendons à ce que la plupart des branches du secteur des services - 80 % de la valeur ajoutée vaudoise - rebondissent fortement, alimentant la croissance de la production réelle, qui devrait atteindre 3 % par an en moyenne de 2021 à 2023. La forte utilisation de la réduction de l'horaire de travail l'année dernière a également contribué à protéger les capacités de production du canton de Vaud pendant la période de ralentissement économique. Certains secteurs pourraient subir les conséquences à moyen et long terme de COVID-19, notamment les hôtels destinés à la clientèle d'affaire internationale. Néanmoins, nous continuons à considérer l'économie du canton comme forte et diversifiée, grâce à une base industrielle solide et à un secteur de la santé et de l'éducation dynamique. L'assiette fiscale vaudoise est renforcée par les niveaux de revenus élevés : nous estimons le PIB cantonal par habitant à 74 000 CHF en 2021, ce qui est très favorable en comparaison internationale, mais légèrement inférieur à la moyenne nationale 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. En outre, le gouvernement a réussi à mettre en œuvre sa stratégie fiscale sans nuire à ses performances budgétaires, en partie grâce à sa rigoureuse maîtrise des coûts d'exploitation. En particulier, l'épargne brute du canton est restée solide, même si le gouvernement a introduit la vaste réforme de l'impôt sur les sociétés "RIE III" un an avant sa mise en œuvre au niveau fédéral.

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.

Les recettes fiscales vaudoises devraient commencer à se redresser à partir de 2022, ce qui permettra au canton de réaliser ses plans d'investissement tout en maintenant son endettement à un niveau très bas

Nous prévoyons que l'épargne brute du canton de Vaud diminuera sensiblement en 2021. Les mécanismes de perception des impôts en Suisse font que le ralentissement induit par le COVID-19 aura un impact négatif sur les recettes de fonctionnement cette année, les recettes fiscales du canton devant baisser de 4 % par rapport à 2020. En outre, le gouvernement continue de mettre en œuvre un large éventail de mesures de relance, notamment des dépenses sociales, des versements aux entreprises les plus touchées par la pandémie et des subventions destinées à renforcer le système de santé cantonal. Au total, le gouvernement a réservé 334 millions de francs suisses de crédits budgétaires spécifiques au COVID-19 pour 2021, ce qui maintiendra ses dépenses de fonctionnement à un niveau élevé cette année. Néanmoins, nous prévoyons que le versement de dividendes de la Banque nationale suisse aux cantons s'élèvera à 6 milliards de francs suisses en 2021, soit le maximum autorisé par la nouvelle convention 2020-2025 entre la BNS et le département fédéral des finances. Pour Vaud, ce versement représentera 375 millions CHF (3x le montant budgété) et atténuera en partie l'effet de la pandémie sur la performance budgétaire.

À partir de 2022, nous prévoyons que les recettes fiscales cantonales recommenceront à augmenter, reflétant une économie en reprise, une population croissante et un marché du travail sain. Dans le même temps, les mesures spécifiques au COVID-19 seront progressivement supprimées et pèseront donc moins sur les finances vaudoises. Nous supposons également que le gouvernement issu des élections cantonales prévues en mars et avril 2022 maintiendra des politiques budgétaires prudentes. Il est toutefois possible que le prochain programme législatif pour 2022-2027 inclue de modestes réductions d'impôt et des dépenses supplémentaires pour faire face à la croissance démographique et au

vieillessement.

Dans l'ensemble, nous prévoyons que l'épargne brute du canton de Vaud atteindra en moyenne 3,9 % des recettes de fonctionnement de 2021 à 2023, et qu'elle continuera à croître au-delà de notre horizon de notation. Toutefois, nous ne pensons pas que les marges de Vaud retrouveront les niveaux élevés observés avant la pandémie. En effet, le canton a accepté de financer une part plus importante des responsabilités qu'il exerce conjointement avec le secteur communal dans le domaine de la prévoyance et de l'aide sociale. Nous pensons que ce rééquilibrage coûtera à Vaud 150 millions de francs supplémentaires par an d'ici 2027.

Nous prévoyons que les dépenses d'investissement du canton atteindront en moyenne un peu moins de 450 millions de francs par an de 2021 à 2023, soit plus d'un tiers de plus que le faible niveau enregistré en 2020, dans un contexte de perturbations liées à la pandémie. Cela reflète l'important programme d'investissement du canton de Vaud, qui comprend des dépenses dans les infrastructures routières, les transports publics, les hôpitaux et les bâtiments universitaires. Selon nous, l'amélioration de l'épargne brute permettra au gouvernement d'autofinancer ces investissements, ce qui conduira à une capacité de financement après investissement représentant en moyenne 1 % des recettes totales de 2021 à 2023. À son tour, cette capacité de financement permettra de réduire les besoins d'emprunt du canton. Nous supposons que le gouvernement refinancera une dette de 275 millions de francs suisses arrivant à échéance en 2022, ce qui contribuera à maintenir l'endettement à un niveau très bas. Le Canton bénéficie d'une exposition modérée aux engagements hors bilan, qui ne représente pas, d'après nous, un risque de crédit important. Les engagements hors bilan représentent environ 25 % des recettes de fonctionnement consolidées du canton en 2021. Ils comprennent notamment des garanties accordées aux établissements de santé et aux entreprises de transport public. En outre, la charge de la dette vaudoise pourrait également, dans une 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).

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.

Canton of Vaud Selected Indicators

Mil. CHF	2018	2019	2020	2021bc	2022bc	2023bc
Recettes de fonctionnement	9,763.9	9,817.9	10,355.4	10,168.3	10,426.2	10,626.6
Dépenses de fonctionnement	8,951.4	9,113.2	9,774.2	9,822.5	10,020.5	10,173.9
Epargne brute	812.6	704.7	581.2	345.8	405.8	452.7
Epargne brute (% recette de fonctionnement)	8.3	7.2	5.6	3.4	3.9	4.3
Recettes d'investissement	95.6	92.9	72.5	89.8	87.9	90.7
Dépenses d'investissement	496.6	622.8	334.9	429.1	438.8	470.7
Solde de financement après investissements	411.6	174.8	318.8	6.5	54.9	72.8
Solde de financement après investissements (% recettes totales)	4.2	1.8	3.1	0.1	0.5	0.7
Remboursement du capital de la dette	0.0	0.0	0.0	0.0	275.0	0.0
Emprunts nouveaux	0.0	0.0	0.0	0.0	275.0	0.0
Solde final	411.6	174.8	318.8	6.5	54.9	72.8
Dette directe en fin d'année	975.0	975.0	975.0	975.0	975.0	975.0
Dette direct (% recettes de fonctionnement)	10.0	9.9	9.4	9.6	9.4	9.2
Dette consolidée en fin d'année	975.0	975.0	975.0	975.0	975.0	975.0
Dette consolidée (% recettes de fonctionnement consolidées)	10.0	9.9	9.4	9.6	9.4	9.2
Charges financières brutes (% des recettes de fonctionnement)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PIB local par habitant (\$)	75,354.1	74,640.9	76,084.5	81,781.1	81,390.7	81,382.3
PIB national par habitant (\$)	86,083.1	85,029.6	86,756.5	93,277.1	93,065.3	93,299.4

Canton of Vaud Selected Indicators

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. CHF--Swiss franc. \$--U.S. dollar.

Ratings Score Snapshot

Facteurs clés de notation	Scores
Cadre institutionnel	1
Economie	1
Gouvernance et gestion financière	1
Performance budgétaire	3
Liquidité	1
Poids de la dette	1
Qualité de crédit intrinsèque	aaa
Note finale	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

[Enter Article Content Here](#)

Related Criteria

- Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology For Rating Local And Regional Governments Outside Of The U.S., July 15, 2019
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks, Sept. 14, 2009

Related Research

- Switzerland, Aug. 23, 2021
- Local Government Debt 2021: COVID Aftershocks Push German And Austrian LRGs Into Heavy Borrowing, But Not Swiss Peers. March 25, 2021
- Institutional Framework Assessment: Swiss Cantons, Jan. 14, 2021
- Bulletin: Swiss Cantons Will Receive Greater Payouts From SNB, But Will It Last?, March 3, 2020

Ratings Detail (as of November 17, 2021)*

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.

Copyright © 2021 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 acknowledgement 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.spglobal.com/ratings (free of charge) and 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.spglobal.com/usratingsfees.