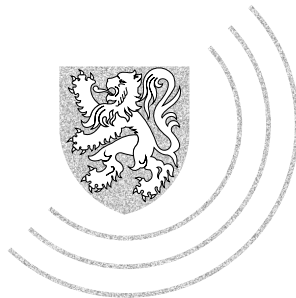


# V L A A M S   P A R L E M E N T



stuk      **32** (2009-2010) – Nr. 1  
ingediend op      30 juni 2010 (2009-2010)

## Rapport

van de Vlaamse Regering

over het gevoerde beleid inzake kas-, schuld- en  
waarborgbeheer van de Vlaamse Gemeenschap in 2009



## I. INLEIDING

In uitvoering van het artikel 21 van het decreet van 7 mei 2004 houdende de bepalingen inzake kas-, schuld- en waarborgbeheer van de Vlaamse Gemeenschap en het Vlaams Gewest (B.S. van 16 juli 2004), wordt in dit verslag een evaluatie gemaakt van het kas-, schuld- en waarborgbeheer van de Vlaamse overheid gedurende het jaar 2009.

De evaluatie wordt ingeleid met een terugblik op de internationale economische context van 2009 en met een vooruitblik op de perspectieven voor 2010. Deze evaluatie werd opgemaakt in februari 2010.

De belangrijkste blikvangers die in dit evaluatierapport aan bod komen zijn:

- De financiële gevolgen voor de Vlaamse overheid van de verleende steun aan KBC en de begrotingstekorten;
- De stijging van de verstrekte waarborgen door de Vlaamse overheid, voornamelijk in de sociale huisvestingsector en als gevolg van de financiële crisis;
- Het behoud van goede ratings door de Vlaamse overheid dankzij haar goed financieel beheer.

## II. DE RENTENMARKTEN IN 2009 EN 2010<sup>1</sup>

### 2.1 Macro-economische context in 2009

#### 2.1.1 Verenigde Staten: van recessie naar groei

In de loop van 2009 begon de Amerikaanse economie zich te herstellen van de zwaarste recessie die ze sinds de Tweede Wereldoorlog heeft doorgemaakt, en dit voornamelijk dankzij de ondersteuning door de Amerikaanse centrale bank en de stimuli van de federale overheid (die volgens officiële ramingen 2 tot 3 procentpunten van het bbp hebben bedragen). Over het jaar als geheel bleef de groei evenwel negatief ten belope van 2,5 %. De bedrijvigheid op kwartaalbasis daalde het sterkst gedurende de eerste drie maanden van 2009, namelijk met 1,6 %. De groei werd pas opnieuw positief in het derde kwartaal en beliep 0,6 %, vooral dankzij de opleving van de finale binnenlandse vraag. De groei versnelde in het vierde kwartaal en nam toe tot 1,4 %.

Het begrotingstekort van de overheid nam toe van 6,5% van het bbp (2008) tot 11,2 % (2009), terwijl de schuldgraad van de overheid opliep tot 83,9 % van het bbp, tegen 70 % in 2008.

De consumptieve bestedingen van de huishoudens daalden voor het tweede opeenvolgende jaar, namelijk met 0,6 %, tegen 0,2 % in 2008. Geschraagd door verscheidene maatregelen uit de Recovery and Reinvestment Act, waaronder belastingverminderingen en een verhoging van de steun aan werklozen, alsook door het effect van de slooppremie op de verkoop van auto's, begonnen ze in de tweede jaarhelft langzaam weer te stijgen. De voorzichtige houding van de consumenten kan aan meerdere factoren worden toegeschreven. Allereerst bleef de groei van hun reëel beschikbaar inkomen beperkt tot 0,6 %. De situatie op de arbeidsmarkt is immers aanzienlijk verslechterd. Over het hele jaar liep de werkgelegenheid gemiddeld met 3,8 % terug, terwijl de werkloosheidsgraad tegen het einde van het jaar zowat 10 % bedroeg,

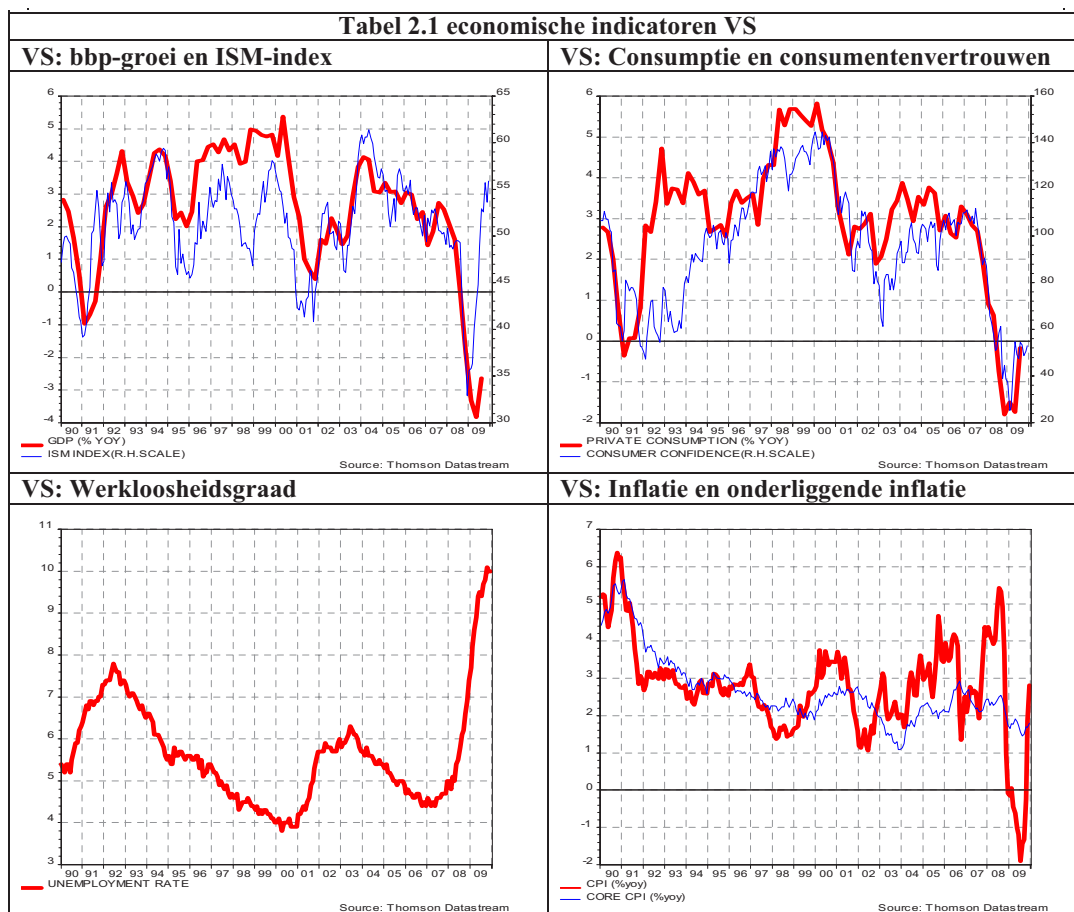
Het volume van de kredieten aan particulieren nam verder af, voornamelijk wegens de daling van de vraag als gevolg van de wens van de huishoudens om hun schuldpeil te verlagen. Hun netto vermogen was immers, ondanks een toename vanaf het tweede kwartaal dankzij het beursherstel en de stijging van de huizenprijzen, in het derde kwartaal nog altijd ongeveer 19 % lager dan vóór de crisis, wat hen ertoe aanzette meer te sparen. Hun netto spaarquote liep dan ook verder op van 2,7 tot 3,9 % van het netto beschikbaar inkomen. De investeringen van particulieren in woningen verzwakten voor het vierde opeenvolgende jaar, en dat met 20 %, maar in de loop van het jaar tekende zich eveneens een herstel af, onder invloed van enkele overheidsinitiatieven.

De bruto investeringen in vaste activa van de ondernemingen liepen sterk terug, namelijk met 17,8 %, terwijl ze in 2008 nog met 1,6 % waren toegenomen. Die daling is hoofdzakelijk te wijten aan de ongunstige economische situatie en de lage capaciteitsbezetting. In de loop van 2009 verminderden de ondernemingen hun voorraden sterker dan in 2008, zodat de voorraadwijzigingen opnieuw een negatieve bijdrage leverden tot de economische groei.

Net als het jaar voordien droeg de netto uitvoer van goederen en diensten bij tot de economische groei. Dit komt doordat de invoer sterker is gedaald dan de uitvoer, ten gevolge van de meer uitgesproken daling van de binnenlandse vraag. De ruilvoet verbeterde overigens fors, voornamelijk als gevolg van de gemiddelde daling van de energieprijzen, en het handelstekort werd nagenoeg gehalveerd. Deze ontwikkeling leidde tot een aanzienlijke daling van het negatieve saldo op de lopende rekening, dat terugliep van 4,9 tot 3 % van het bbp. De inflatie, gemeten aan de hand van de verandering in de CPI, bedroeg in 2009 gemiddeld -0,4 %, tegen 3,8 % in 2008. Die forse daling is voornamelijk toe te schrijven aan de lagere prijzen voor energie, voeding en huisvesting. De onderliggende inflatietendens (zonder energie en voeding) daarentegen, bleef relatief stabiel rond 1,7 %.

---

<sup>1</sup> Bron Dexia, verslag ontvangen dd. 24.02.2010



### 2.1.2 Eurozone: groei vanaf derde kwartaal

In 2009 kromp het bbp van het eurogebied met 4 %, dat is de sterkste inzinking van de economische bedrijvigheid in meerdere decennia. Er werden evenwel steeds meer tekenen van beterschap opgetekend naarmate de tijd verstreek, en de recessie liep gaandeweg ten einde. Zo bleef de daling van het bbp in het tweede kwartaal van 2009 beperkt tot 0,1 % (na de -2,5% van het eerste kwartaal) en werd zij omgebogen in een lichte toename met 0,4 % in het derde kwartaal en met 0,1 % in het vierde kwartaal.

Het herstel dat zich aldus aftekende vanaf het midden van 2009 is deels toe te schrijven aan tijdelijke factoren, voornamelijk de ommekeer in de voorraadcyclus van de ondernemingen en de maatregelen die door de meeste lidstaten van het eurogebied in het kader van het Europees economisch herstelplan werden genomen om het hoofd te bieden aan de crisis. De in deze context aangekondigde budgettaire stimuleringsmaatregelen vertegenwoordigden 1,5 % van het bbp voor de Unie als geheel.

De particuliere consumptie is een stabiliserende factor gebleken tijdens de crisisperiode. De particuliere consumptie is weliswaar in 2009 met 1 % teruggelopen, maar die daling is al met al beperkt gebleven in verhouding tot de inkrimping van het bbp en van de overige bestedingscomponenten. De toegenomen werkloosheid en de gestegen overheidsschuld hebben de gezinnen ertoe aangezet meer te sparen en wellicht hebben zij ook gepoogd hun financiële vermogen weer op te bouwen na het omvangrijke waardeverlies dat ze tussen medio 2007 en maart 2009 hadden geleden. Hoewel de stijging van hun beschikbaar inkomen in nominale termen heel wat langzamer uitviel dan het voorgaande jaar, werd de weerslag van dit verloop meer dan ruimschoots gecompenseerd door de sterke vertraging van de consumptieprijsinflatie.

De investeringen werden bijzonder hard getroffen door de crisis in 2009. Het zijn vooral de bedrijfsinvesteringen die plots zijn gekelderde: terwijl ze in 2008 nog licht waren toegenomen, gingen ze nu

onderuit met 13,2 %. Als gevolg van de inkrimping van de industriële productie tot in april van 2009 (tot -20% t.o.v. een jaar eerder), zakte de bezettingsgraad van het productievermogen in de industrie tot een diepterecord.

Ook de investeringen in woongebouwen zijn er fors op achteruitgegaan, namelijk met 10,3 %, de sterkste daling in meerdere decennia (de verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt en de keuze van de particulieren om hun financiële vermogen opnieuw op te bouwen).

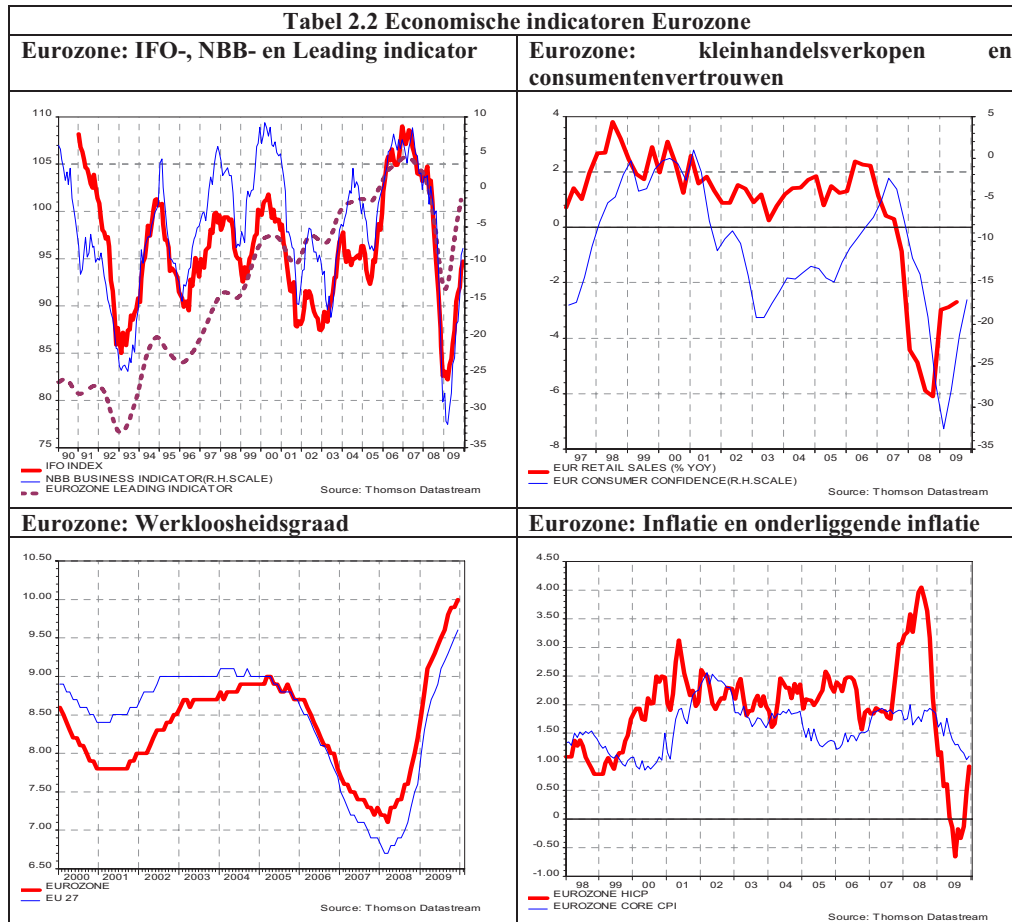
De overheidsbestedingen hebben de economische bedrijvigheid ondersteund. De overheidsconsumptie nam toe met 2,3 % en de overheidsinvesteringen stegen met 2,4 %.

Net als de bruto-investeringen in vaste activa kreeg ook de uitvoer van goederen en diensten rake klappen: de daling bedroeg 14,2 %, een nooit eerder vertoonde omvang voor het eurogebied. Als gevolg van deze ontwikkeling en van de scherpe inkrimping van de binnenlandse vraag, liet ook de invoer een fors verlies optekenen, van 12,5 %, al met al geringer dus, zodat de netto-uitvoer van goederen en diensten ten belope van 0,9 procentpunt bijdroeg tot de daling van het bbp. Hoewel ook de gewogen gemiddelde appreciatie van de euro een zekere rol kan hebben gespeeld, is het toch vooral de instorting van de wereldhandel die de forse daling verklaart.

In de eerste helft van 2009 zette het banenverlies zich in een versneld tempo voort, zodat de werkgelegenheid tijdens 2009 gemiddeld met 1,6 % afnam. De werkloosheid, die in het eerste kwartaal van 2008 een dieptepunt had bereikt, nam sindsdien fors toe en lag in december van 2009 op 10 % van de beroepsbevolking, een niveau dat de afgelopen tien jaar niet meer was opgetekend.

Terwijl de inflatie in het eurogebied, afgemeten aan de jaarlijkse verandering van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), in 2008 nog flink was opgelopen, tot 3,3 %, viel ze tijdens het verslagjaar terug tot een bijzonder laag peil, namelijk 0,3 % (in juli zakte de inflatie tot een historisch dieptepunt van -0,7 %). Net als het voorgaande jaar weerspiegelde het inflatieverloop in belangrijke mate het verloop van de energieprijzen en, in mindere mate, dat van de prijzen voor levensmiddelen. De onderliggende inflatietendens (zonder energie en levensmiddelen) is eveneens vertraagd en bedroeg gemiddeld 1,4 %, tegen 1,8 % in 2008.

Voor het eurogebied als geheel is de overheidsschuld in 2009 met 8,9% van het bbp toegenomen, tot 78,2 % van het bbp. Deze verslechtering is uiteraard op de eerste plaats te verklaren door het hoge peil van het begrotingstekort, maar ook door de inkrimping van het nominale bbp. Bovendien hebben de transacties voor de herkapitalisatie van de financiële sector ten belope van 1,7% van het bbp bijgedragen tot de stijging van de overheidsschuld.



### 2.1.3 België: iets beter dan gemiddelde van de eurozone

De economische groei in de tweede helft van 2009 is aanzienlijk hoger gebleken dan verwacht werd, wat over het gehele jaar 2009 een minder negatieve groei van -3 % met zich mee bracht. Door de herneming van de uitvoer en de vertraagde voorraadbouw, knoopte ook de Belgische economie in de tweede helft van 2009 aan met positieve kwartaalgroei cijfers (gemiddeld 0,6 %). De Belgische uitvoer was tijdens de internationale recessie fors teruggevallen, maar herstelde zich in zekere mate in de tweede helft van 2009. Op jaarbasis resulteerde dat niettemin in een forse krimp van bijna 11 % in 2009. Door de inzinking van zowel de binnenlandse vraag als van de uitvoer viel het invoervolume in 2009 terug met ruim 11 %. Het overschot van de lopende verrichtingen met het buitenland kwam in 2009 uit op 0,3 % van het bbp.

In 2009 overtrof de indexering van de lonen en de sociale uitkeringen ruimschoots het inflatiepeil. Samen met een tijdelijke daling van de directe belastingen (door een aantal belastingverminderingen en door de snellere verwerking van de aangiften) resulteerde dat in een stijging van het reëel beschikbaar inkomen van 2,8 %, ondanks de daling van de werkgelegenheid en het verlies op de overige inkomenscomponenten.

Het uitbreken van de bankencrisis en de daling van het gezinsvermogen ondermijnden het consumentenvertrouwen vanaf het vierde kwartaal van 2008. De particuliere consumptie werd daardoor fors teruggeschoefd. In de tweede helft van 2009 verbeterde de vertrouwensindicator en vertoonden de consumptieve bestedingen een zeer bescheiden herstel, maar gemiddeld bedroeg de volumedaling in 2009 toch nog 1,5 %. Daardoor bereikte de particuliere spaarquote met 20,2 % zijn hoogste niveau sinds de eerste helft van de

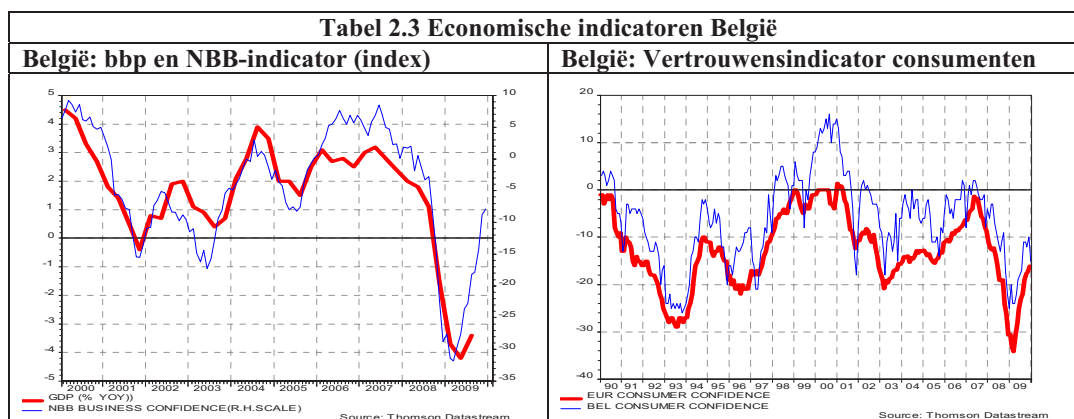
jaren 90. Sedert 2007 brokkelen de investeringen in woongebouwen af. Ondanks een tijdelijke btw-verlaging werd een daling van 2,8 % opgetekend in 2009.

Sinds midden 2008 hebben de ondernemingen hun investeringen fors teruggeschoefd. Gemiddeld daalden de bedrijfsinvesteringen in 2009 met 6,5 %. De industriële capaciteitsbezettingsgraad bereikte in het eerste kwartaal van 2009 een historisch dieptepunt (70 %). Door de aantrekkende economische activiteit in de tweede helft van het jaar is de capaciteitsbenutting ondertussen ietwat gestegen, maar ze blijft erg laag. Ook de verminderde rendabiliteit en de strenge kredietvoorwaarden remden de herneming van de investeringen af.

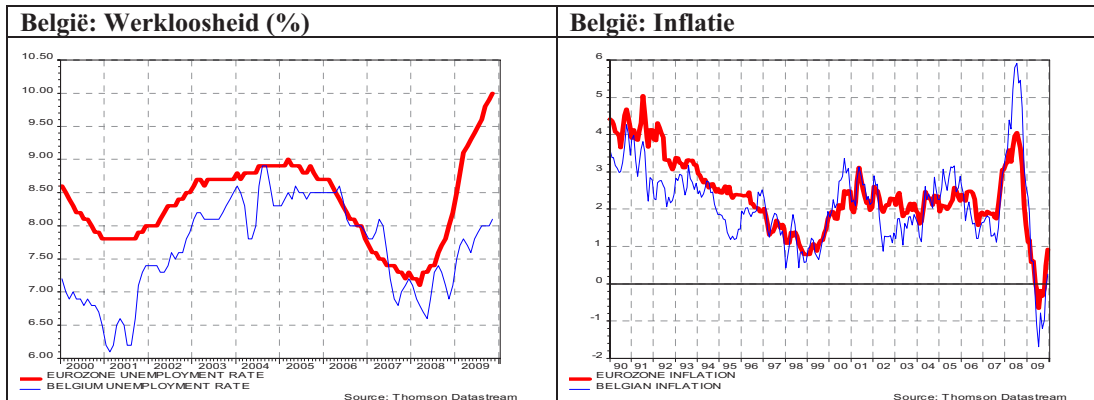
De overheidsconsumptie (+1,7%) en de overheidsinvesteringen (+7,4%) compenseerden in 2009 enigszins de teruggeschoefde bestedingen van de gezinnen en de ondernemingen.

De binnenlandse werkgelegenheid reageert steeds met enige vertraging op de evolutie van de conjunctuur en is daardoor pas in het eerste kwartaal van 2009 beginnen afnemen. Veel werkgevers opteren bij een conjunctuurverslechtering in eerste instantie voor een daling van het aantal gewerkte uren, o.m. via het systeem van tijdelijke werkloosheid. In 2009 gingen netto gemiddeld 23 200 arbeidsplaatsen verloren en daalde de werkgelegenheidsgraad tot 63,5 %. Gegeven de evolutie van de beroepsbevolking, nam het aantal werklozen (met inbegrip van de niet-werkzoekende uitkeringsgerechtigden) met 45 000 eenheden toe in 2009.

De Belgische inflatie, gemeten aan de hand van het nationaal indexcijfer van de consumptieprijs (NICP), was negatief van mei tot november 2009. Dat was grotendeels toe te schrijven aan de reactie van de energieprijzen op de forse terugval van de aardolienoteringen in de tweede helft van 2008. Daarenboven koelde de onderliggende inflatie af als reactie op de conjunctuurvertraging, maar ze bleef over 2009 positief (+0,6%). Daardoor kwam de totale inflatie vorig jaar gemiddeld net onder nul uit (-0,1%). Eind 2009 was het negatieve basiseffect van de energieprijzen uitgewerkt.







## 2.2 Rentenmarkten in 2009

### 2.2.1 Verenigde Staten

De “Federal Funds Rate”, die einde 2008 op 0% à 0,25% was gebracht, is doorheen 2009 op dat zelfde lage niveau gebleven en de Federal Reserve liet duidelijk verstaan dat dit lage niveau zou behouden blijven zolang de economische herneming niet verzekerd is. Daarnaast nam de Federal Reserve ook initiatieven om de efficiëntie van het monetaire beleid te verbeteren en om de goede werking van de financiële markten te garanderen. Om te beginnen, verstrekten ze, in de vorm van nieuwe instrumenten of via de uitbreiding van bestaande instrumenten, een ruimere liquiditeit aan een groter aantal financiële instellingen en tegen soepeler voorwaarden inzake onderpand. Ten tweede verschaften ze rechtstreeks liquiditeiten aan de deelnemers op bepaalde sleutelmarkten voor krediet, bijvoorbeeld die voor commercial paper. Ten derde voerde zij een programma uit voor de overname van schulden van de door de overheid gesponsorde Amerikaanse hypothecaire herfinancieringmaatschappijen Fannie Mae en Freddie Mac.

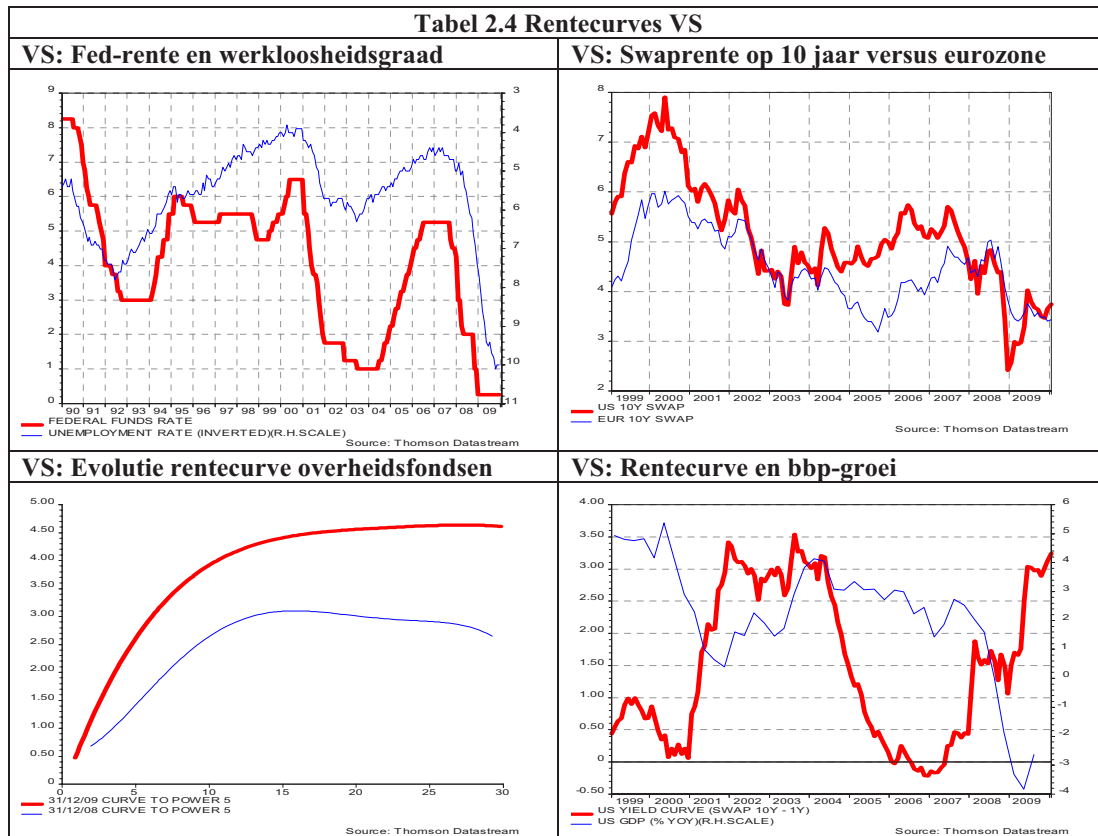
Dit alles, samen met de overheidsmaatregelen in het kader van het “Term Asset-Backed Securities Loan Facility”-programma (TALF), heeft er toe bijgedragen dat in de loop van 2009 verschillende onderdelen van de financiële markten zich in aanzienlijke mate herstelden van de dislocaties die opgetreden waren in de tweede helft van 2008.

Zo daalde de interbankenrente voor 3 maand deposito's van 1,42% bij het begin van 2009 tot 0,25% op het einde van het jaar. Hierdoor viel het renteverskil tussen de interbankenrente en de schatkistcertificaten met een zelfde looptijd terug van 132 basispunten bij het begin van 2009 tot 19 basispunten op het einde van het jaar. Het is een duidelijk teken van het herstel van de interbankenmarkt.

Het rendement van de Amerikaanse overheidsobligatie met een looptijd van 10 jaar is gestegen van 2,25% bij het begin van 2009 tot een piek van 3,93% midden juni, onder invloed van het verdwijnen van de deflatievrees en de enorme begrotingstekorten die een overaanbod van overheidspapier in het vooruitzicht stellen. In de tweede helft van het jaar was de langetermijnrente stabiel en 2009 werd afgesloten met een rente van 3,84% op deze obligatie. De rentecurve is het gehele jaar steil geweest. Het verschil tussen het rendement van de treasuries op 1 en op 10 jaar bedroeg 188 basispunten bij het begin van 2009. Omdat de korte rente laag bleef en de lange rente begon aan te trekken vanaf april werd dit renteverskil nog groter, tot een maximum van 338 basispunten in juni. Voor de rest van 2009 was deze steilheid relatief stabiel en 2009 werd afgesloten met een rentedifferentieel van 336 basispunten.

Ook de markt van de bedrijfsobligaties kende in de loop van 2009 een opmerkelijke verbetering. Van september 2008 tot maart 2009 kende de markt voor bedrijfsobligaties uitzonderlijke kredietspreads boven het rendement van de overheidsfondsen met een zelfde looptijd. Bij het begin van 2009 beliepen deze spreads nog gemiddeld 301 basispunten voor Amerikaanse bedrijven met een AAA-rating, 395 bp voor een AA-rating, 525 bp voor een A-rating en 765 bp voor een BBB-rating. Door de verbetering van

het economische klimaat en een begin van normalisering van de financiële markten konden deze spreads spectaculair beginnen afnemen vanaf einde maart. Op het einde van 2009 waren de gemiddelde spreads gedaald tot 60 basispunten voor AAA-corporates, 124 bp voor AA-ratings, 162 bp voor A corporates en 231 bp voor een BBB-rating.



### 2.2.2 Eurozone

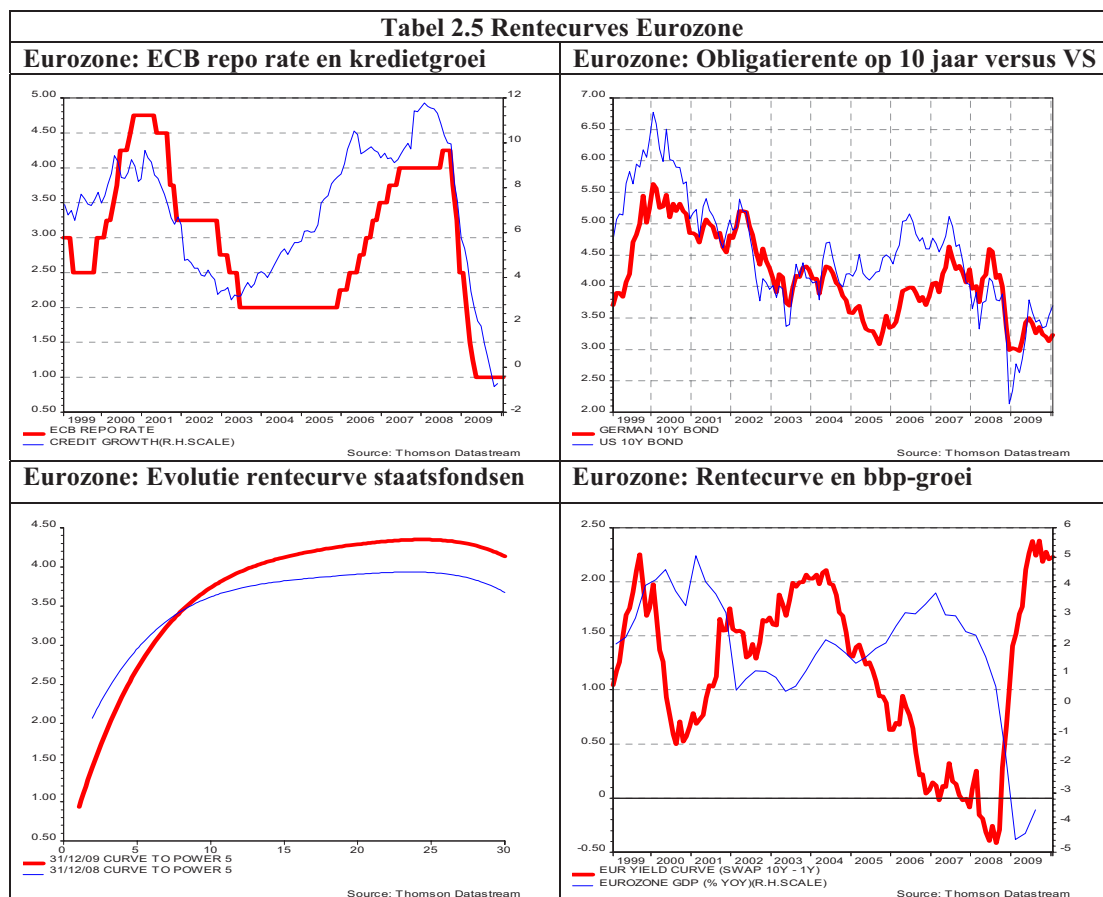
Sinds maart 2009 zijn de financiële omstandigheden aanzienlijk beginnen verbeteren dankzij de programma's voor steun aan de financiële sector, macro-economische stimuli en het economische herstel. De niet-gewaarborgde geldmarktrente voor 3 maanden bevond zich einde december 2009 op 0,71% tegenover 2,93% bij het begin van het jaar en na een piek van 5,39% in oktober 2008. De lage rente weerspiegelt de verbeterde globale perceptie van de economische en financiële risico's, zowel als de lage beleidsrente van de ECB en de massale injecties van liquiditeiten. Maar de zeer lage geldmarkttarieven (einde 2009 beneden de 1% basisrente) wijzen er ook op dat grote bedragen van de ECB-liquiditeiten op de interbankenmarkt blijven en niet doorstromen naar de bredere economie. De spreads op de interbankenmarkt, gemeten als het verschil tussen de niet-gewaarborgde geldmarktrente en de risicovrije rente met een zelfde looptijd, is in de loop van 2009 geleidelijk beginnen afnemen en was einde 2009 gedaald tot 38 basispunten tegenover de bijna 200 basispunten van oktober 2008 en de 117 basispunten van begin 2009.

De Duitse langetermijnrente is laag gebleven in 2009 en bereikte een hoogtepunt van niet meer dan 3,73% begin juni. Nadien trad er een dalende trend in die het rendement op de 10 jaar bund op 3,38% bracht bij het afsluiten van 2009. Tijdens de jongste maanden schijnt er een zekere twijfel te zijn ontstaan over de sterkte en de mate van de economische herleving. Wel waren er wat schommelingen teweeg gebracht door de discussies over de wijze en het tijdstip om de uitzonderlijk soepele monetaire politiek te beëindigen. De aanhoudende aankopen van overheidsobligaties door banken en institutionele

investeerders ondersteunden de obligatieprijzen die goed standhielden ondanks de zware uitgiftekalender.

Na voor alle lidstaten van de eurozone een piek gekend te hebben bereikt midden februari 2009, zijn in de loop van 2009 de rentepremies boven de Duitse bunds van de meeste soevereine debiteuren gestabiliseerd, maar voor enkele lidstaten trad er naar het einde van 2009 een nieuwe verbreding op. Dit was vooral het geval voor Griekenland, na een ratingverlaging en een zware herziening van het overheidstekort in november 2009. Bij het afsluiten van 2009 was de rentespread voor Griekenland opgelopen tot 241 basispunten, maar ook voor Italië, Portugal en Spanje was er een toename tot respectievelijk 60 bp, 67 bp en 54 bp.

De daling van de algemene risicoaversie heeft de spreads op alle categorieën van bedrijfsobligaties in de eurozone doen dalen sinds maart 2009. Op 10 maart 2009 werden nog pieken geregistreerd van 243 basispunten voor bedrijfsobligaties met een looptijd van 7 tot 10 jaar met een AAA-rating, 343 bp voor een AA-rating, 640 bp voor een A-rating en zelfs 829 voor een BBB-rating. Maar nadien trad er een forse daling op en bij het afsluiten van 2009 waren deze spreads teruggevallen tot respectievelijk 45 bp, 97 bp, 182 bp en 243 bp. Ook het aankoopprogramma van “covered bonds” van de ECB dat in juli opgestart werd, heeft bijgedragen tot de vernauwing van de spreads op bedrijfsobligaties.



## **2.3 Macro-economische vooruitzichten voor 2010**

### **2.3.1 Verenigde Staten**

De reële economische groei over 2010 zou positief uitkomen op +2,2%, en ook in 2011 zal men waarschijnlijk een positieve groei hebben van rond de 2%. De particuliere consumptie die zo belangrijk is voor de Amerikaanse economie, zou in 2010 nog licht afnemen met -0,2%, maar de overheidsconsumptie (die toch ongeveer een kwart van de particuliere consumptie belooft) compenseert dit ruimschoots door een toename met 4,1%. Volgens de OESO zou de bruto spaarquote van de gezinnen dan ook verder oplopen tot 8,2% van het bruto beschikbaar inkomen in 2010 en zelfs 10,0% in 2011. De totale investeringen kennen terug een positieve groei van 4,6%. De bedrijfsinvesteringen zouden er 3,9% op vooruit gaan. De export van goederen en diensten kent een herleving met +7,7%, terwijl de import iets trager klimt met 7,5%. Het tekort op de balans van de lopende verrichtingen blijft dan ook in 2010 beperkt tot 3,4% van het bbp. De gemiddelde index van de consumptieprijzen zal in 2010 0,8% hoger liggen dan in 2009 en de onderliggende inflatie blijft op +1,0% hangen in 2010 en +1,25% in 2011. De vrees voor deflatie die er op een bepaald ogenblik was is dus volledig verdwenen.

De werkloosheidsgraad zou in 2010 nog toenemen en kunnen oplopen tot 10,3% van de actieve bevolking. Ook in 2011 zou de werkloosheidsgraad nog hoog blijven liggen. De getroffen overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de financiële sector en van de reële economie wegen zeer zwaar op de overheidsbegroting, die in 2010 zou afsluiten met een tekort ten belope van 13,0% van het bbp en ook in 2011 nog -13,1% van het bbp zou bedragen.

### **2.3.2 Eurozone**

Het economische herstel in de eurozone zal blijven aanhouden in 2010, zeker in de eerste helft van het jaar. Dit herstel wordt gedragen door de verbeterde internationale omgeving, het hernemen van de internationale handel, de verbeterde financiële omstandigheden en de aanzienlijke stimuli van de overheden. Maar opdat het herstel duurzaam zou zijn, zullen uiteindelijk de binnenlandse private bestedingen de conjunctuurondersteuning moeten overnemen. Volgens de Europese Commissie wordt een typisch herstel in de eurozone getrokken door een toename van de export die de vraag naar investeringen in kapitaal en duurzame verbruiksgoederen aanwakkert. Maar in de huidige herneming zijn er remmende factoren aan het werk (vooral de hoge werkloosheid en het stilaan wegebben van het effect van de overheidsstimuli) die de groei van het bbp van de eurozone zullen beperkt houden tot 0,7% in reële termen. In 2011 zou de groei van het bbp oplopen tot 1,5%.

De bruto vorming van vast kapitaal speelt een belangrijke rol in het tot stand komen van de economische cyclus, al belooft het slechts ongeveer 20% van het bbp, maar het is driemaal zo volatiel als de particuliere consumptie. In 2010 zouden de investeringen nog krimpen met ongeveer 2%, maar in 2011 zouden zij toenemen met 2,5%. Dit houdt verband met de bezettingsgraad van de productiecapaciteit, die momenteel slechts een 70% belooft en pas begin 2011 terug zou oplopen tot 81%, het niveau dat aanzien wordt als zijnde nodig om de bedrijven terug aan te zetten tot het maken van investeringsplannen. De investeringen in woningen en gebouwen zouden maar traag aantrekken omdat in verschillende lidstaten nog steeds een aanpassingsproces gaande is in de woningmarkt.

De particuliere consumptie wordt verwacht te zullen stabiliseren in 2010 (+0,2%) en iets sterker te hernemen in 2011 (+1,0%). Dit houdt verband met de toegenomen spaarquote, die rond de 17% zou blijven schommelen in de eurozone, en met de hoge werkloosheid, die in de eurozone zou oplopen tot 10,7% in 2010 en 10,9% in 2011. Gevreesd wordt dat de werkloosheid slechts traag zal afnemen en nog verschillende jaren boven het precrisis niveau zal blijven liggen. De publieke consumptie groeit in 2010 met 1,1% in 2010 en met 1,0% in 2011.

De vooruitzichten inzake inflatie zijn gunstig. De geharmoniseerde index van de consumptieprijzen zal volgens de Europese Commissie in de eurozone met 1,0% toenemen in 2010 en met 1,5% in 2011. Deze visie stemt overeen met de gematigdheid van de herneming, de hoge onderbezetting van de economie op dit ogenblik en de verwachte zwakke toename van de lonen.

Het is onvermijdelijk dat de begrotingstekorten oplopen en wel tot -6,9% van het bbp van de eurozone in 2010, maar met een lichte verbetering tot -6,5% in 2011. De scherp opgelopen deficits zijn een gevolg van de sterk toegenomen overheidsuitgaven (ondersteuning van ondernemingen, investeringen, koopkracht van de gezinnen, sociale uitkeringen, arbeidsmarkt) op een ogenblik dat de fiscale inkomsten dalen wegens de economische neergang. De uitstaande overheidsschuld zal dan ook verder oplopen tot 84% van het bbp van de eurozone in 2010 en 88,2% in 2011.

### 2.3.3 België

Na een derde kwartaal van 2009 dat werd gekenmerkt door een positieve groei van het bbp, zou de activiteit tijdens het vierde kwartaal van 2009 en het eerste kwartaal van 2010 volgens de conjunctuurbarometer van de NBB verder toenemen. De economie zal dus drie kwartalen op rij een positieve groei gekend hebben. Dit kan het gewicht van de negatieve krachten die de activiteit afremmen (vertrouwen, werkloosheid, kredieten) misschien doen verminderen en een betere basis voor het herstel bieden.

Verskillende elementen zullen de conjunctuur in 2010 ondersteunen:

- De verbetering van de vooruitzichten voor de wereldeconomie zal de export bevorderen (+2,9%).
- In andere Europese landen zal het einde van de schrootheid op de verkoop van wagens en dus op de consumptie wegen. Dat zal niet het geval zijn in België. Sinds september merken we trouwens dat de autoverkopen in ons land verbeteren.
- De componenten “werkgelegenheidsvooruitzichten” van de barometer van de NBB zijn verrassend fors hersteld en ze wijzen erop dat er binnen enkele maanden een evenwicht tot stand zal komen tussen de creatie en het verlies van banen.

Dit zou de consumptie moeten ondersteunen (+0,9%).

Maar het herstel zal matig zijn omdat:

- De bedrijfsinvesteringen nog niet opnieuw op gang zullen komen, omwille van de belangrijke vrije productiecapaciteiten (-3,4%);
- De zwakte van de dollar (-40% tussen begin 2002 en eind 2009) de concurrentiepositie van de Europese ondernemingen op de buitenlandse markten ondermijnt;
- Het begrotingsbeleid minder stimulerend zal worden in de eurozone en verschillende landen er misschien voor zullen kiezen om hun enorme tekort af te bouwen. Deze verlaging zal echter stapsgewijs gebeuren en zou de conjunctuur niet te zwaar moeten afremmen (in de veronderstelling dat de maatregelen voor het verlagen van het tekort ongeveer 1% per jaar bedragen en ze de groei met 0,6% per jaar doen inkrimpen);
- De indicaties van een herstel zijn in Europa minder duidelijk dan in de VS en Azië.

In deze context zal het bbp in 2010 met slechts 1,5% groeien, wat tamelijk teleurstellend is. Het herstel zal minder krachtig zijn dan na de recessie van 1992/1993 en het crisisklimaat zal slechts langzaam verdwijnen.

In 2011 zal het economische herstel versnellen (+2,1%), terwijl de bedrijfsinvesteringen opnieuw op gang komen.

Vanaf eind 2009 keerde de inflatie terug in alle grote economische blokken. Door het gematigde economische herstel blijft ze echter ruimschoots onder controle in het Westen. De inflatie zal in België stijgen van 0% in 2009 naar 1,4% in 2010 en 1,8% in 2011.

Het tekort van de overheidsfinanciën is van 1,2% van het bbp in 2008 geklommen naar 5,9% in 2009. In 2010 zullen de betere conjunctuur en de genomen begrotingsmaatregelen, het tekort doen dalen tot 4,9% van het bbp, wat nog ver van het begrotingsevenwicht ligt.

De toestand van de overheidsschuld is zorgwekkender. Het proces om de schuldenlast af te bouwen is stilgevallen en de schuld is opnieuw gestegen van 84% van het bbp in 2007 naar 89,7% in 2008, 97,9% in 2009 en 100,2% in 2010.

## 2.4 Rentevoorzichten voor 2010

### 2.4.1 Verenigde Staten

Terwijl er steeds meer tekenen van een economisch herstel opduiken en de inflatie (2,8% in december) de grens van 0% tussen deflatie en inflatie duidelijk heeft overschreden, kan men zich afvragen of de Fed een einde zou kunnen maken aan haar beleid van massale injecties van liquide middelen en zou kunnen beslissen tot een verhoging van haar basisrente, die momenteel zeer laag staat (0% / 0,25% sinds medio december 2008).

De Fed zal zich niet onder druk laten zetten en zeer geleidelijk te werk gaan. Want:

- In het verleden heeft de Fed haar basisrente nooit voortijdig opgetrokken, alvorens ze zeker was dat het herstel een duurzaam karakter had. De Fed heeft ook gewacht tot de verbetering op de arbeidsmarkt duidelijk was ingezet;
- De kredietmachine, een essentieel onderdeel in het raderwerk van de economie die zij op de voet volgt, is er slecht aan toe, ondanks de tekenen van verbetering;
- Er is nog steeds de vrees dat er verder massaal woningen in beslag zullen worden genomen, wat opnieuw zou kunnen zorgen voor een achteruitgang van de vastgoedmarkt;
- Het terugdringen van het grote begrotingstekort zou in 2011 op de economie kunnen wegen;
- Hoewel er weer sprake is van inflatie, is het risico op een ontsporing op dit vlak beperkt, althans voor dit jaar.

De Fed bevestigde overigens tijdens haar vergadering van 16 december dat ze haar basisrente voor een langere periode op een uitzonderlijk laag niveau zou handhaven. De markten geloven niet dat deze rente snel weer zal worden opgetrokken: de libor op 3 maanden blijft onaangeroerd (op 0,25%) en de IRS-rente op 2 jaar (1,10% op 26 januari) suggereert geen renteverhoging door de Fed voor de zomer van 2010.

De Fed zal vermoedelijk in twee fasen een einde maken aan haar uiterst stimulerende beleid:

- Om te beginnen het terugschroeven van de massale injecties van liquide geldmiddelen (inclusief de aankoop van obligatie-effecten), zij het heel geleidelijk om te vermijden dat de rente weer zou gaan stijgen, wat slecht onthaald zou worden door de markten;
- Vervolgens zou de Fed haar basisrente weer optrekken tot een normaler peil. Ze zal die rente optrekken tot 0,5% in september 2010, tot 1% in december 2010 en tot 1,25% in maart 2011, wat nog altijd uitzonderlijk laag is.

Tijdens de eerstvolgende twaalf maanden mag men een bescheiden stijging van de obligatierente verwachten.

- De obligatiemarkt zal op een verstrakking van het monetaire beleid anticiperen door een verhoging van de obligatierente;
- Het wantrouwen van de internationale beleggers (waaronder de Aziatische centrale banken) ten aanzien van de dollar en het enorme begrotingstekort zou ook de rente kunnen beïnvloeden;
- Ten slotte zou de financiering van het enorme begrotingstekort in het vaarwater kunnen komen van de aantrekkelijke vraag naar investeringskredieten en hypothecaire leningen, wellicht tijdens de tweede helft van het jaar;
- Het weer opduiken van de inflatie eind vorig jaar heeft sommige beleggers misschien wel schrik aangejaagd.

Dat neemt niet weg dat, ondanks de voor het einde van de zomer verwachte renteverhoging, de rentevoeten van de Amerikaanse centrale bank nog erg laag zullen blijven en dat de rentecurve een sterk opwaartse trend zal vertonen, waardoor de stijging van de obligatierente beperkt zal blijven. Bovendien is het risico op een echte ontsporing van de inflatie klein. Ten slotte zal het economische herstel duidelijk minder krachtig zijn dan na vorige recessies. Bijgevolg zal de IRS-rente op 10 jaar stijgen van 3,72% in januari 2010 tot 4,4% in januari 2011.



### 2.4.2 Eurozone

Na het uitbarsten van de financiële crisis had de ECB massaal geld geïnjecteerd om een ineenstorting van het financiële systeem te vermijden. Dit beleid sloeg aan, de economie kwam sneller dan verwacht opnieuw op gang en de enorme risicopremie op de interbancaire rentetarieven is nagenoeg verdwenen. Het is niet langer nodig dat de ECB nog zo veel liquide middelen in het financiële systeem blijft pompen, ook omdat een deel hiervan ten onrechte zou kunnen worden gebruikt om speculatieve operaties te financieren (grondstoffen, ...) en dus om op middellange termijn nieuwe zeepbellen kunnen creëren. Tijdens haar vergadering van begin december 2009 oordeelde de ECB dat alle uitzonderlijke maatregelen ter massale ondersteuning van het financiële systeem niet langer nodig zijn. Zo heeft ze de eerste beslissingen genomen met de afschaffing van haar leningen aan banken op één jaar (laatste operatie in december 2009) en op 6 maanden (laatste operatie in maart 2010). Een paar weken eerder had ze al beslist om de waarborgcriteria voor deze leningen te verstrengen.

Een verhoging van de basisrente is echter niet aan de orde. De inflatie is zeker geen probleem (de kerninflatie bedroeg 1,1% in december). De ECB is ongerust over de eveneens lusteloze evolutie van de kredieten. Daarenboven lag er in het verleden een tamelijk lange tijd tussen de eerste tekens van een economisch herstel en het begin van de fase van renteverstrakking door de ECB. De ECB opperde trouwens dat ze haar basisrente tijdens de komende maanden niet zal optrekken en dat de EONIA-rente (interbancair 1-dagsrentetarief) op korte termijn ongewijzigd zal blijven. De markten delen deze mening: de euriborrente op 3 maanden blijft dalen en de IRS-rente op 2 jaar (1,64% in januari 2010), die de evolutie van de basisrente tamelijk goed voorspelt, beweegt niet echt, wat een quasi stabilisatie van de basisrente voor nog talrijke maanden suggereert.

In haar strategie om uit de crisis te komen, zal de ECB voorzichtig te werk gaan. Ze wil immers vermijden dat de problemen van het financiële systeem heropflakkeren en we opnieuw in een recessie belanden. Daarom zal ze dit waarschijnlijk in drie stappen doen:

- Ze zal eerst geleidelijk een einde maken aan de noodmaatregelen. Dat betekent een minder massale injectie van liquide middelen in de banken;
- Vervolgens zal ze de EONIA- en de euriborrente optrekken tot boven de basisrente. Tot grote verbazing had de ECB deze twee rentevoeten tot een flink stuk onder haar basisrente laten zakken, die op 1% bleef staan (zo bedraagt de euriborrente op 1 maand momenteel bijvoorbeeld 0,43%). Dat biedt haar de ruimte om de interbancaire rentevoeten te laten stijgen zonder aan haar reporente te raken en dus zonder dat dit al te veel stof doet opwaaien. Het zal waarschijnlijk nog een tijdje duren vooraleer dit gebeurt, omdat de voorzitter van de ECB begin januari verklaarde dat hij geen plannen had om de EONIA-rente te wijzigen;
- De ECB zal haar basisrente (dus de reporente) verhogen eens ze er zeker van is dat de economie uit het slop geraakt is. Dat zal waarschijnlijk ten vroegste gebeuren na de publicatie in juni 2010 van de evolutie van het bbp tijdens het eerste kwartaal van 2010 waaruit zou blijken dat het geen wankel economisch herstel is.

Er zou een eerste renteverhoging komen aan het einde van de zomer, een tweede aan het einde van het jaar en een derde in de lente van 2011. De reporente zal dan stijgen van de huidige 1% naar 1,25 % in september 2010, 1,5 % in december 2010 en 1,75 % in maart 2011.

Tijdens de eerstvolgende 12 maanden zal de IRS-rente lichtjes stijgen, gedeeltelijk onder invloed van de hogere Amerikaanse rentevoeten. Twee andere elementen zullen eveneens tot die evolutie bijdragen: de hogere begrotingstekorten en het minder gulle beleid van de ECB, vooral ook wat de aanvoer van middelen op langere termijn betreft (toewijzingen op 1 jaar). Die opwaartse rentetrend zal echter worden getemperd door de lage inflatie (1,3% verwacht in 2010), door de aanhoudende stijging van de werkloosheid en door de sterkte van de euro, waardoor de speelruimte van de ECB kleiner wordt.

De IRS-rente op 10 jaar zal stijgen van 3,43% nu tot 3,6% in april 2010 en tot 4% in januari 2011. De Europese rentecurve (Euribor 3 maanden /IRS 10 jaar) zal evolueren van 276 basispunten nu tot 230/280 basispunten tegen april 2010 en tot 140/240 basispunten tegen januari 2011.

### III. KASBEHEER IN 2009

#### 3.1 Een overzicht

De onderstaande tabel geeft in één overzichtelijke tabel de maandelijkse evolutie van het netto te financieren saldo (NFS), de directe schuld en de zichtrekening voor en na beleggingen.

| Tabel 3.1<br>Netto te financieren saldo, schuld- en kasevolutie in 2009 (in duizend euro) |                                   |                                                   |                                                  |                                                                                                        |                                                                                           |                       |                                                                                           |                                                                             |                                                    |                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------|
|                                                                                           | Netto te financieren saldo 2009   |                                                   |                                                  | Directe schuld 2009                                                                                    |                                                                                           |                       |                                                                                           | Zichtrekening 2009                                                          |                                                    |                                       |
|                                                                                           | (1)<br>NFS<br>voor<br>aflossingen | (2)<br>Aflossingen<br>directe schuld<br>(Titel I) | (3)<br>NFS<br>na<br>aflossingen<br><br>(1) + (2) | (4)<br>Aflossingen<br>directe schuld<br>Titel III<br>en<br>thesaurie-<br>bewijzen en BCP<br>(incl. IF) | (5a)<br>Opnames<br>directe schuld<br>en<br>thesaurie-<br>bewijzen<br>en BCP<br>(excl. IF) | (5b)<br>Opnames<br>IF | (6)<br>Directe schuld<br>2008<br>+ evolutie 2009<br><br>overdracht<br>+ (2) + (4a) + (4b) | (7)<br>Kas<br>voor<br>beleggingen<br><br>vorige stand<br>+ (3) + (4) + (5a) | (8)<br>Beleggingen<br>Ontleningen<br>Transfers CFO | (9)<br>Zichtrekening<br><br>(7) - (8) |
| Overdracht 08                                                                             |                                   |                                                   |                                                  | 0,00                                                                                                   |                                                                                           | 279,41                | 279,41                                                                                    | -249.971,84                                                                 | 33.631,08                                          | -283.602,93                           |
| jan-09                                                                                    | -799.154,77                       | 0,00                                              | -799.154,77                                      | 0,00                                                                                                   | 0,00                                                                                      |                       | 279,41                                                                                    | -1.049.126,62                                                               | 34.332,15                                          | -1.083.458,77                         |
| feb-09                                                                                    | 348.202,95                        | 0,00                                              | 348.202,95                                       | -279,41                                                                                                | 0,00                                                                                      |                       | 0,00                                                                                      | -701.203,07                                                                 | 31.678,90                                          | -732.881,97                           |
| mrt-09                                                                                    | 426.525,23                        | 0,00                                              | 426.525,23                                       | 0,00                                                                                                   | 2.500.000,00                                                                              |                       | 2.500.000,00                                                                              | 2.225.322,17                                                                | 2.021.366,42                                       | 203.955,74                            |
| apr-09                                                                                    | -712.267,57                       | 0,00                                              | -712.267,57                                      | 0,00                                                                                                   | 0,00                                                                                      |                       | 2.500.000,00                                                                              | 1.513.054,60                                                                | 2.035.742,09                                       | -522.687,49                           |
| mei-09                                                                                    | 345.634,78                        | 0,00                                              | 345.634,78                                       | 0,00                                                                                                   | 0,00                                                                                      |                       | 2.500.000,00                                                                              | 1.858.689,37                                                                | 2.029.790,74                                       | -171.101,37                           |
| jun-09                                                                                    | -590.058,18                       | 0,00                                              | -590.058,18                                      | 0,00                                                                                                   | 300.000,00                                                                                |                       | 2.800.000,00                                                                              | 1.568.631,19                                                                | 1.631.553,19                                       | -62.922,00                            |
| jul-09                                                                                    | -5.061.109,38                     | 0,00                                              | -5.061.109,38                                    | 0,00                                                                                                   | 2.598.777,36                                                                              | 290,83                | 5.399.068,19                                                                              | -893.700,83                                                                 | 30.346,49                                          | -924.047,31                           |
| aug-09                                                                                    | 150.510,11                        | 0,00                                              | 150.510,11                                       | 0,00                                                                                                   |                                                                                           | 55,22                 | 5.399.123,42                                                                              | -743.190,71                                                                 | 28.798,49                                          | -771.989,20                           |
| sep-09                                                                                    | 462.268,59                        | 0,00                                              | 462.268,59                                       | -290,83                                                                                                |                                                                                           | 987,76                | 5.399.820,34                                                                              | -281.212,95                                                                 | 25.056,65                                          | -306.269,60                           |
| okt-09                                                                                    | -534.601,90                       | 0,00                                              | -534.601,90                                      | -598.832,58                                                                                            | 399.422,21                                                                                |                       | 5.200.409,97                                                                              | -1.015.225,23                                                               | 23.060,61                                          | -1.038.285,83                         |
| nov-09                                                                                    | 499.441,00                        | 0,00                                              | 499.441,00                                       | -987,76                                                                                                | 25.000,00                                                                                 | 50,29                 | 5.224.472,50                                                                              | -491.771,98                                                                 | 22.095,91                                          | -513.867,89                           |
| dec-09                                                                                    | -356.322,08                       | 0,00                                              | -356.322,08                                      | 0,00                                                                                                   | 200.000,00                                                                                | 688,58                | 5.425.161,08                                                                              | -648.094,06                                                                 | 33.650,58                                          | -681.744,64                           |
| Totaal 09                                                                                 | -5.820.931,21                     | 0,00                                              | -5.820.931,21<br>(cumul)                         | -600.390,58                                                                                            | 6.023.199,58                                                                              | 2.352,08              | 5.425.161,08                                                                              |                                                                             |                                                    |                                       |

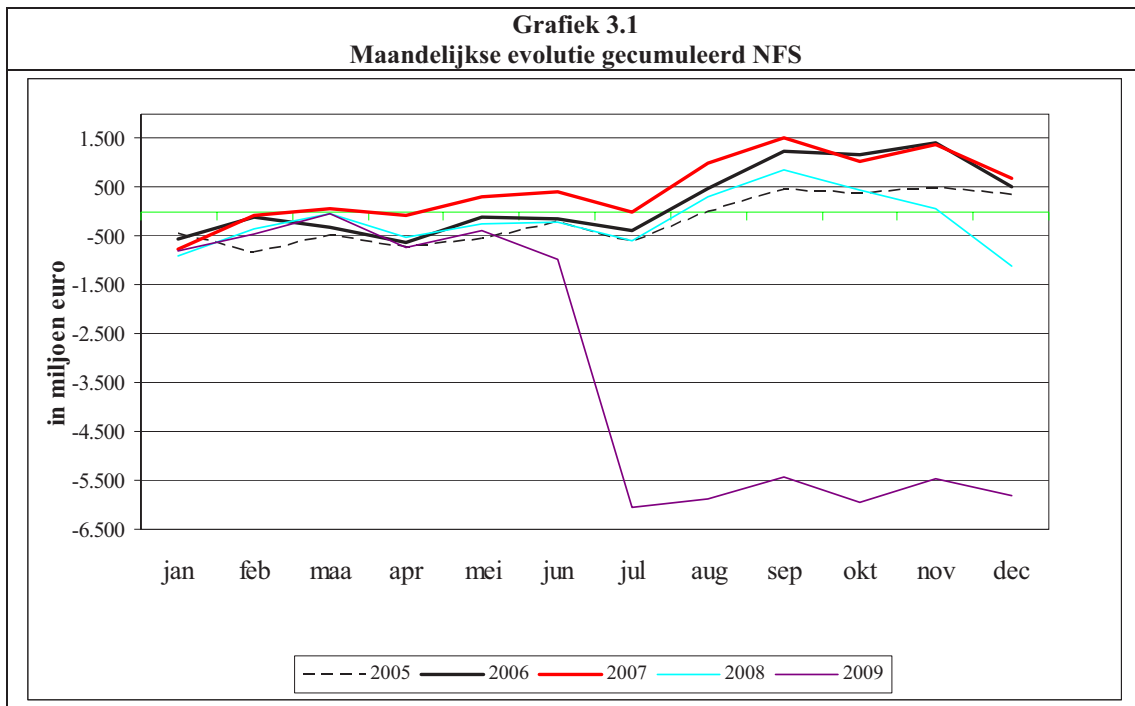
Het jaar 2009 is het jaar waarin de financiële situatie van de Vlaamse overheid veranderde. Als gevolg van de financiële steun die de Vlaamse overheid had verleend in 2008 aan Ethias en Dexia beschikte de Vlaamse overheid niet meer over financiële reserves bij het begin van het jaar 2009. Om de gevraagde steun te leveren aan KBC diende de Vlaamse overheid voor het eerst sinds lang terug een beroep te doen op de financiële markten.

Voor het aanspreken van de financiële markten werd voor de lange termijn een Euro Mid Term Note programma (EMTN) opgezet en op korte termijn een Belgian Commercial Paper programma (BCP). De directe schuld is in 2009 hoofdzakelijk toegenomen tengevolge van de KBC financiering (3,5 miljard euro), het tekort op de ESR-balans (1,2 miljard euro) en de oprichting van Gigarant NV om waarborgen te kunnen verstrekken aan grote ondernemingen (0,3 miljard euro). Op korte termijn heeft de Vlaamse overheid geleend omwille van de vertraagde inning van de onroerende voorheffing als gevolg van de overgang naar een nieuw informaticasysteem en de daarmee samenhangende noodzakelijke controles. In vergelijking hiermee zijn de opnames op het Investeringsfonds van de Lokale Besturen ten bedrage van 2.352 duizend euro te verwaarlozen. Al deze maatregelen komen nog in het vierde hoofdstuk schuld uitvoerig aan bod.



### 3.2 Het netto te financieren saldo

De onderstaande grafiek geeft voor 2005-2009 het maandelijkse verloop van het gecumuleerd netto te financieren saldo (N.F.S.) van een jaar. Het geeft het gecumuleerde overschot / tekort van de kasontvangsten op de kasuitgaven weer, waarbij elk jaar de teller terug op nul wordt gezet.



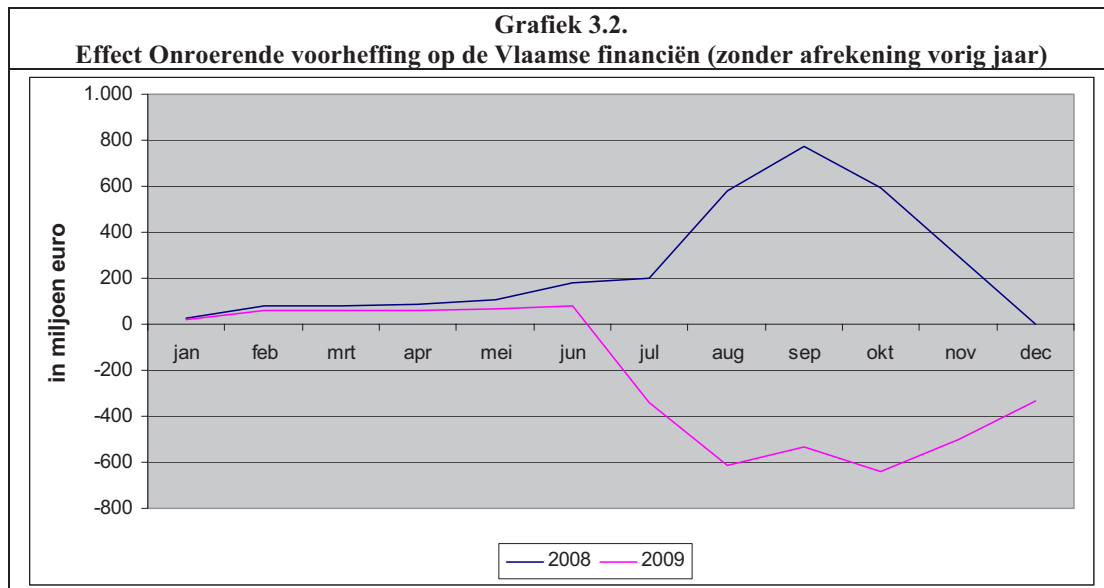
Dezelfde evolutie in cijfers geeft het volgende resultaat.

| <b>Tabel 3.2</b><br><b>Maandelijks jaarlijkse gecumuleerde evolutie sinds 2005 van het NFS (in miljoen euro)</b> |      |      |      |      |      |      |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                                                                                  | jan  | feb  | mrt  | apr  | mei  | jun  | jul    | aug    | sep    | okt    | nov    | dec    |
| 2005                                                                                                             | -454 | -832 | -499 | -730 | -568 | -203 | -637   | 3      | 435    | 359    | 491    | 330    |
| 2006                                                                                                             | -546 | -107 | -322 | -610 | -113 | -149 | -387   | 469    | 1.241  | 1.167  | 1.403  | 498    |
| 2007                                                                                                             | -769 | -77  | 67   | -70  | 299  | 415  | -19    | 1.012  | 1.529  | 1.032  | 1.378  | 675    |
| 2008                                                                                                             | -890 | -339 | -29  | -513 | -229 | -225 | -599   | 308    | 857    | 439    | 55     | -1.112 |
| 2009                                                                                                             | -799 | -451 | -24  | -737 | -391 | -981 | -6.042 | -5.892 | -5.429 | -5.964 | -5.465 | -5.821 |

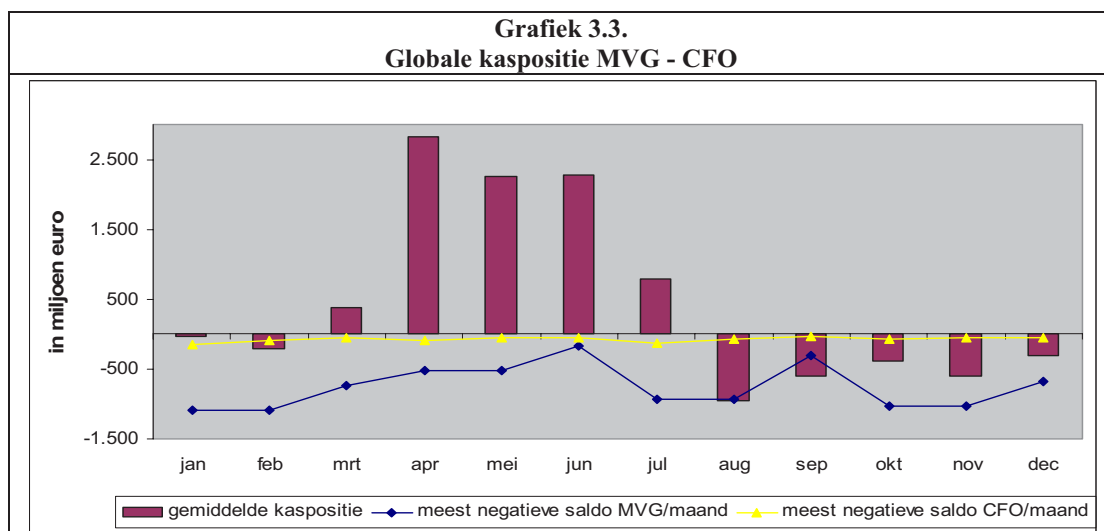
Het gecumuleerd NFS van het jaar 2009 verloopt op de maand juli na, in grote lijnen gelijkaardig met de vorige jaren. In de maande juli kwamen drie, voor het NFS, negatieve invloeden samen met een totale impact van 4,6 miljard euro. Ook hier was de steun aan KBC ten bedrage van 3,5 miljard euro de hoofdreden.

Een van de bepalende factoren bij de berekening van de samengevoegde en gedeelde belastingen zijn de groeicijfers. Toen in het jaar 2008 de federale regering voor de begrotingsopmaak 2009 raamde hoeveel ze in dat kader moest doorstorten aan de gemeenschappen en gewesten was het destijds gekende groeicijfer voor België veel te rooskleurig. Bij de aanpassing van de begroting 2009 was wel reeds duidelijk dat het groeicijfer zeer negatief zou zijn. Voor de Vlaamse kas betekende dat vanaf juli de doorstortingen van de samengevoegde en gedeelde belasting werden aangepast aan de lagere groeicijfers. Meer zelfs, de in de vorige maanden teveel gestorte dotaties werden ook afgehouden van de dotatie van juli. Hierdoor verminderden in die maand de inkomsten met 0,6 miljard euro.

Tot slot kwam de vertraging van de inning van de onroerende voorheffing vanaf juli tot uiting in de Vlaamse kas. De Vlaamse overheid int traditioneel vanaf juli de onroerende voorheffing en stort deze ook vanaf juli naar de gemeenten en provincies. Door de vertraging in de inning diende de Vlaamse overheid de gemeenten en provincies de opcentiemen door te storten terwijl ze deze nog niet hadden ontvangen. Voor juli was het effect op het NFS ten opzichte van het jaar 2008 0,5 miljard euro. Onderstaande grafiek toont het verschil tussen de ontvangen en betaalde onroerende voorheffing ten voordele van de gemeenten en provincies.



Omwille van het negatief NFS was de kaspositie van de Vlaamse Gemeenschap eveneens erg negatief. Onderstaande grafiek geeft een overzicht van de kaspositie. Ten eerste toont de grafiek de gemiddelde kaspositie (huidige zichtrekening + investeringen + korte termijn leningen) per maand. Eind maart ontleende de Vlaamse overheid 2,5 miljard euro op de financiële markten met als doel de betaling van 2 miljard euro steun aan KBC. Daar de steun pas eind juli werd overgemaakt aan KBC, worden de maanden april, mei, juni en (gedeeltelijk) juli gekenmerkt door een sterke kaspositie. Ten tweede illustreert de grafiek het maximale bedrag dat de Vlaamse Gemeenschap maandelijks heeft getrokken op haar kredietlijnen. Deze kredietlijnen werden gebruikt gedurende het hele jaar, en blijken ruim te voldoen. De kredietlijn van de Vlaamse Gemeenschap bedraagt 1,5 miljard euro en de kredietlijn van het CFO 500 miljoen euro.



### 3.3 Beleggen van de kasoverschotten

Bij de Vlaamse Gemeenschap worden de kasoverschotten tot maximum 7 dagen exclusief belegd bij Dexia Bank N.V. als kassier van de Vlaamse Gemeenschap. Voor de beleggingen vanaf 8 dagen van de Vlaamse Gemeenschap en ook voor de beleggingen van de Vlaamse verzelfstandigde agentschappen wordt telkens een concurrentiële marktbevraging gedaan bij 4 financiële instellingen, met wie vooraf een preferentieel bankierscontract werd afgesloten. Het gaat om Dexia, Fortis, ING en KBC.

Ten gevolge van de uitzonderlijk die maakten dat er geen kasoverschotten waren, werd in 2009 alleen een beleggingsopbrengst gerealiseerd ten gevolge van de vertraging van de uitbetaling van de oorspronkelijk KBC financiering ad 2 miljard euro.

Voor de Vlaamse verzelfstandigde agentschappen waren er in 2009 geen beleggingen.

| <b>Tabel 3.3</b>                                                             |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Resultaten van de financiële transacties sinds 2003 (in duizend euro)</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| Opbrengst                                                                    | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   |
| Begroot                                                                      | 25.000 | 14.951 | 12.653 | 9.742  | 19.716 | 21.500 | 18.000 |
| Gerealiseerd                                                                 |        |        |        |        |        |        |        |
| - Zichtrekening en beleggingen                                               | 7.716  | 10.345 | 5.390  | 20.303 | 56.359 | 63.922 | 21.308 |
| - overschot en SWAPS                                                         | 5.612  | 7.882  | 4.527  | 2.960  | 2.372  | 1.863  | 3.157  |
| - Afcentiemen                                                                |        | 3.131  |        |        |        |        |        |
| - Terugbetaling beurstaksen                                                  |        |        |        | 9      |        |        |        |
| - niet-gebruikte CFO-afrekening                                              |        |        |        | 214    | 1      |        |        |
|                                                                              | 13.328 | 21.358 | 9.917  | 23.486 | 58.732 | 65.784 | 24.465 |

| <b>Tabel 3.4</b>                                                 |                             |                                  |                            |
|------------------------------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|----------------------------|
| <b>Overzicht van de beleggingen sinds 2003 (in duizend euro)</b> |                             |                                  |                            |
| Jaar                                                             | Opbrengsten uit beleggingen | Gemiddelde opbrengst beleggingen | Gemiddeld uitstaand bedrag |
| 2003                                                             | 7.716,00                    | 2.23%                            | 346.009,00                 |
| 2004                                                             | 10.345,00                   | 1.97%                            | 525.127,00                 |
| 2005                                                             | 5.390,00                    | 2.02%                            | 266.832,00                 |
| 2006                                                             | 20.330,00                   | 2.74%                            | 741.971,00                 |
| 2007                                                             | 56.359,05                   | 3.78%                            | 1.490.980,00               |
| 2008                                                             | 63.921,72                   | 5.02%                            | 1.273.109,46               |
| 2009                                                             | 21.308,00 (1)               | 3.48% (1)                        | 612.508,05                 |

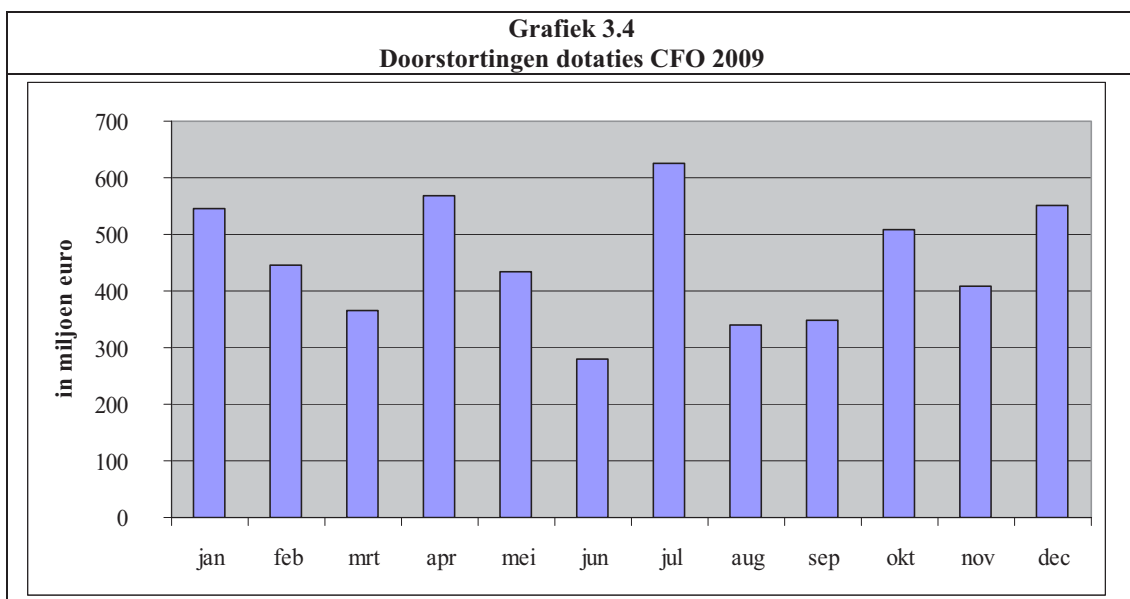
(1) Brutorendement

### 3.4 Het Centraal Financieringsorgaan - het CFO

#### 3.4.1 De doorstortingen naar de instellingen

Het Centraal Financieringsorgaan (CFO) is een cashpool van de rekeningen van de instellingen van de Vlaamse overheid. Er zijn instellingen verplicht om toe te treden tot deze cashpool. Deze instellingen zijn de Intern Verzelfstandigde Agentschappen met rechtspersoonlijkheid, de Extern Verzelfstandigde Agentschappen naar publiek recht, de Strategische Adviesraden en de nog niet omgevormde Vlaamse openbare instelling (VOI). Eén van de doelen waarvoor het Centraal Financieringsorgaan is opgericht is het vermijden van de opbouw van grote kasoverschotten bij de verschillende agentschappen. Grote kasoverschotten bij de agentschappen hebben namelijk een negatieve invloed op het kassaldo van de Vlaamse overheid. Leden van de cashpool ontvangen hun dotaties pas kasmatig op hun financiële rekening wanneer de kaspositie van de gehele cashpool dit vereist. Boekhoudkundig wordt de datum van ontvangst bepaald door het ministerieel dotatiebesluit.

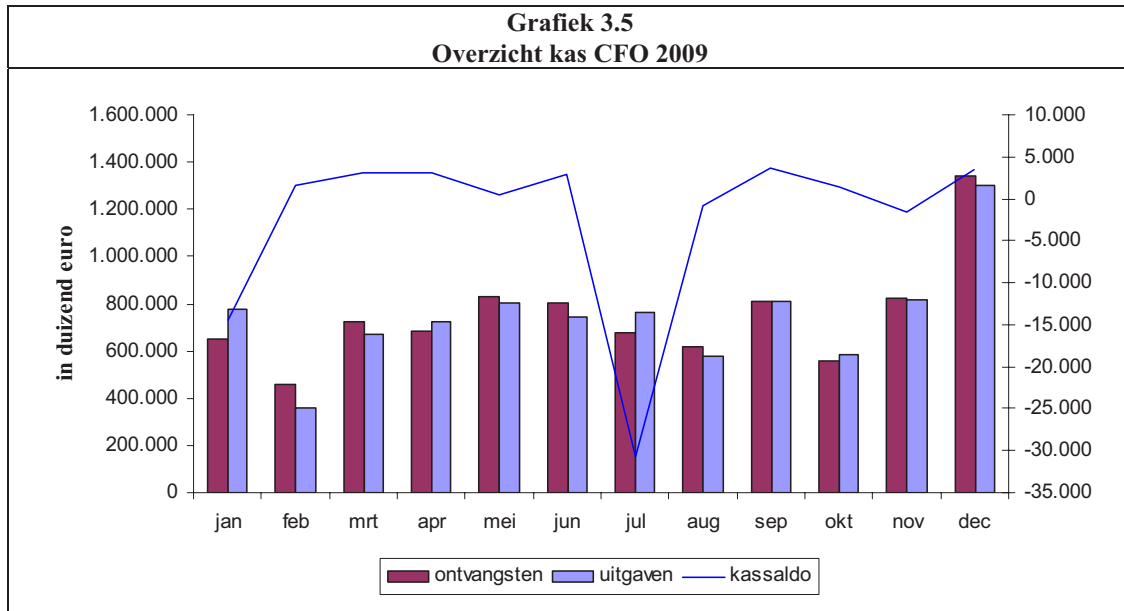
Hieronder zijn de doorstortingen 2009 schematisch weergegeven.



De aangesloten instellingen bij het CFO ontvangen of betalen een CFO-vergoeding in functie van een gesimuleerde kastoestand alsof ze niet bij het CFO zouden zijn aangesloten en het ritme van de ontvangsten ten opzichte van de uitgaven. In het jaar 2009 zijn de vergoedingen over het jaar 2008 en het jaar 2007 betaald. Vijf instellingen betaalden voor de twee jaren samen 4,4 miljoen euro, de andere instellingen en agentschappen hadden samen recht op 22,5 miljoen euro. Elf instellingen hebben het decretale recht om financiële reserves apart bij te houden. Deze reserves krijgen een aparte vergoeding. Voor de twee jaren samen ontvingen de instellingen voor deze reserves 5,6 miljoen euro.

### 3.4.2 Het kassaldo

Een doelstelling van het CFO is de beschikbare kasmiddelen zoveel mogelijk te centraliseren. Het is dan ook de betrachting om het kassaldo van het CFO, wanneer mogelijk, gemiddeld rond de nul te laten evolueren. Onderstaande grafiek toont via het gemiddelde kassaldo per maand aan dat dit in de meeste maanden goed is gelukt.

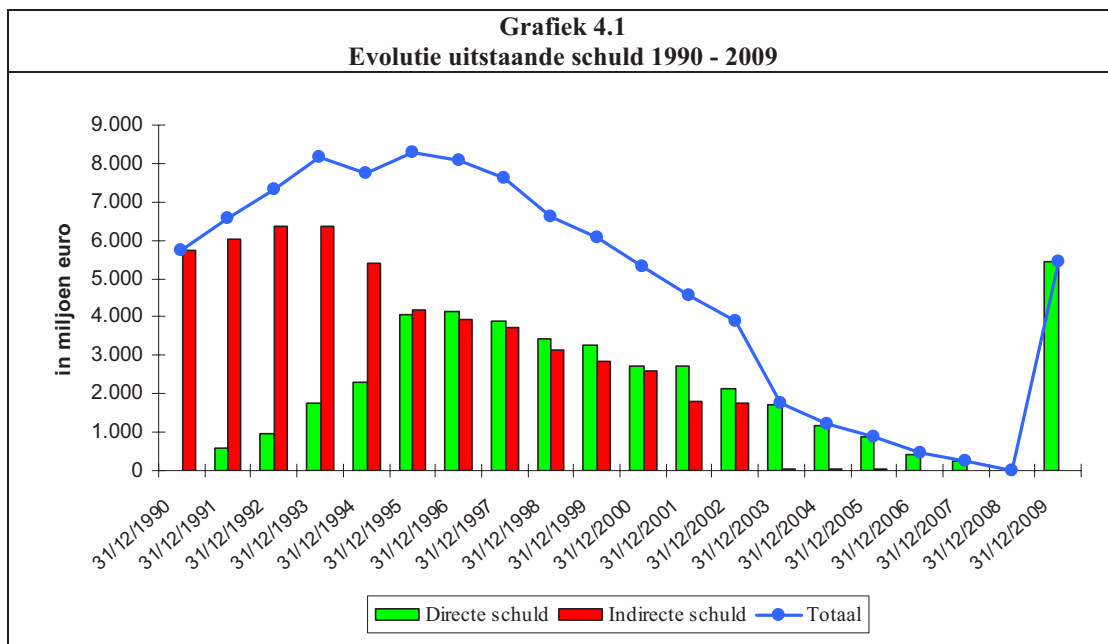


## IV. SCHULDBEHEER IN 2009

## 4.1. Voorwoord

Het huidige totaal schuldniveau van de Vlaamse overheid eind 2009 is quasi vergelijkbaar met wat deze ooit eind jaren '90 bedroeg. De enorme directe schuldtoename tijdens het afgelopen jaar is voornamelijk toe te schrijven aan de overheidssteun tengevolge van de financieel/economische crisis. Onderstaande tabel en grafiek tonen deze evolutie zowel cijfermatig als grafisch aan.

| Tabel 4.1<br>Evolutie van de uitstaande directe en indirecte schuld van de Vlaamse Gemeenschap<br>(in miljoen euro) |                |                  |         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------------------|---------|
| Datum                                                                                                               | Directe schuld | Indirecte schuld | Totaal  |
| 31/12/1990                                                                                                          | 0,0            | 5.731,2          | 5.731,2 |
| 31/12/1991                                                                                                          | 570,2          | 6.010,6          | 6.580,8 |
| 31/12/1992                                                                                                          | 942,0          | 6.370,8          | 7.312,8 |
| 31/12/1993                                                                                                          | 1.772,4        | 6.378,5          | 8.151,0 |
| 31/12/1994                                                                                                          | 2.317,8        | 5.412,0          | 7.729,8 |
| 31/12/1995                                                                                                          | 4.078,2        | 4.201,5          | 8.279,8 |
| 31/12/1996                                                                                                          | 4.148,3        | 3.951,1          | 8.099,4 |
| 31/12/1997                                                                                                          | 3.905,0        | 3.727,1          | 7.632,1 |
| 31/12/1998                                                                                                          | 3.447,2        | 3.156,5          | 6.603,7 |
| 31/12/1999                                                                                                          | 3.257,7        | 2.828,4          | 6.086,1 |
| 31/12/2000                                                                                                          | 2.732,6        | 2.589,7          | 5.322,3 |
| 31/12/2001                                                                                                          | 2.736,6        | 1.814,2          | 4.550,8 |
| 31/12/2002                                                                                                          | 2.143,9        | 1.740,0          | 3.883,9 |
| 31/12/2003                                                                                                          | 1.715,6        | 32,0             | 1.747,6 |
| 31/12/2004                                                                                                          | 1.176,5        | 28,2             | 1.204,7 |
| 31/12/2005                                                                                                          | 858,2          | 24,3             | 882,5   |
| 31/12/2006                                                                                                          | 426,5          | 20,4             | 446,9   |
| 31/12/2007                                                                                                          | 243,9          | 5,8              | 249,6   |
| 31/12/2008                                                                                                          | 0,3            | 3,8              | 4,1     |
| 31/12/2009                                                                                                          | 5.425,1        | 2,9              | 5.428,0 |



De voorbije jaren is de samenstelling van zowel de directe als de indirecte schuld verscheidene malen gewijzigd.

Tot en met eind 1994 kon men stellen dat de directe schuld enkel bestond uit de schuld die werd aangegaan voor de financiering van het Netto te Financieren Saldo (N.F.S.). Vanaf 1995 kwam hier echter verandering in. De directe schuld werd namelijk stelselmatig uitgebreid met de vroeger als indirecte schuld gecatalogeerde schulden “Huisvesting”, “Ex-Ardifin”, “F.N.S.V.” en “Universiteiten (Academische sector)”.

Vanaf 2000 verdween de uitstaande schuld van de toenmalige B.R.T.N. en van het V.I.Z.O. uit de indirecte schuld. De evolutie van deze schulden wordt sindsdien gerapporteerd onder de rubriek “gewaarborgde schuld”.

In 2001 werden na een grote consolidatieoperatie de leningen “Overheidsaandeel leningslasten ondergeschikte besturen” overgebracht van de indirecte schuld naar de directe schuld.

Eind 2003, verdween het Vlaams aandeel in de A.L.E.S.H.-schuld uit de indirecte schuld. Deze schuld werd immers door de gewestelijke huisvestingsmaatschappijen overgenomen van het federale A.L.E.S.H.

In 2005 tenslotte, werd het debetsaldo van het “Investeringsfonds lokale besturen” opgenomen in de directe schuld.

Enkele vervroegde terugbetalingen in de jaren 2006, 2007 en 2008 zorgden voor een consequente schuldafbouw wat eind 2008 resulteerde in een quasi-nulschuld.

Het jaar 2009 werd op financieel vlak voornamelijk gekenmerkt door de overheidssteun verleent aan KBC en het begrotingstekort in ESR-termen als gevolg van de financieel/economische crisis. De directe schuld nam hierdoor sterk toe.

Een gedetailleerd overzicht van de schuldevolutie in 2009 kan u terugvinden in onderstaande tabel.

| <b>Tabel 4.2</b>                                                       |                |                  |         |
|------------------------------------------------------------------------|----------------|------------------|---------|
| <b>Detail schuldevolutie in 2009 (in miljoen euro)</b>                 |                |                  |         |
|                                                                        | Directe schuld | Indirecte schuld | Totaal  |
| Stand op 1 januari 2009                                                | 0,3            | 3,8              | 4,1     |
| Opnames korte en lange termijn leningen                                | 5.623,7        |                  | 5.623,7 |
| Opnames Investeringsfonds in 2009 door gemeenten, provincies en V.G.C. | +2,1           |                  | +2,1    |
| Aflossingen 2009                                                       |                |                  |         |
| - Titel I                                                              | 0              | -0,9             | -0,9    |
| - Titel III                                                            | - 201,0        |                  | - 201,0 |
| Stand 31 december 2009                                                 | 5.425,1        | 2,9              | 5.428,0 |

Conform de E.S.R.-richtlijnen dient in dit rapport een overzicht te worden gegeven van de evolutie van de leasingschulden. In 2009 werden geen nieuwe leasingoperaties in de zin van schuld afgesloten. De bestaande leasingschulden, waarvan het uitstaand schuldbedrag voor eind 2006, 2007 en 2008 terug te vinden is in tabel 4.3, betreft het Instituut voor Natuurbehoud en Mina-raad te Anderlecht.

| <b>Tabel 4.3</b><br><b>Uitstaande leasingschuld (in duizend euro)</b> |                |                |                |
|-----------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                       | 2007           | 2008           | 2009           |
| Anderlecht                                                            | 3.178,6        | 2.894,1        | 2.589,4        |
| <b>TOTAAL</b>                                                         | <b>3.178,6</b> | <b>2.894,1</b> | <b>2.589,4</b> |



## 4.2 Evolutie van de uitstaande directe schuld

### 4.2.1 Gevolgde strategie bij de benadering van de kapitaalmarkt

De Vlaamse overheid heeft in de eerste plaats gelden ontleend om het kapitaal van KBC te versterken met 3,5 miljard euro. In de tweede plaats laat het tekort op geconsolideerde basis in ESR-termen zich ook voelen in de kas. Verder diende de kapitalisatie met 300 miljoen euro van Gigarant NV opgevangen te worden. Gigarant werd opgericht om waarborgen te kunnen verstrekken aan grote ondernemingen in het licht van de economische crisis.

Om deze situatie te kunnen opvangen was de Vlaamse overheid verplicht om op lange termijn nieuwe leningen aan te gaan. Na analyse bleek de beste optie voor de Vlaamse overheid het opzetten van een EMTN-programma. Via dergelijk programma kan de Vlaamse overheid op de internationale financiële markten, wanneer nodig, papier uitgeven met een maximum van 10 miljard euro, en aldus de benodigde financiële middelen ophalen. Onderstaande Tabel 4.4 toont een gedetailleerd overzicht van de leningen op lange termijn van de directe schuld op het eind van 2009.

| <b>Tabel 4.4</b>                                                                      |                      |             |            |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------|------------|------------|
| <b>Overzicht lange termijn leningen van de directe schuld op 31/12/2009 (in euro)</b> |                      |             |            |            |
|                                                                                       | Nominaal bedrag      | intrestvoet | begin      | eind       |
| EMTN 1                                                                                | 1.250.000.000        | 3,75%       | 30/03/2009 | 31/03/2014 |
|                                                                                       | 1.250.000.000        | 2,75%       | 30/03/2009 | 30/03/2012 |
| Private Placement 1                                                                   | 300.000.000          | 3,00%       | 29/06/2009 | 29/06/2013 |
| EMTN 2                                                                                | 750.000.000          | 2,625%      | 20/07/2009 | 20/01/2013 |
|                                                                                       | 1.250.000.000        | 3,875%      | 20/07/2009 | 20/06/2016 |
| Private Placement 2                                                                   | 200.000.000          | 2,178%      | 18/12/2009 | 18/12/2012 |
| <b>TOTAAL</b>                                                                         | <b>5.000.000.000</b> |             |            |            |

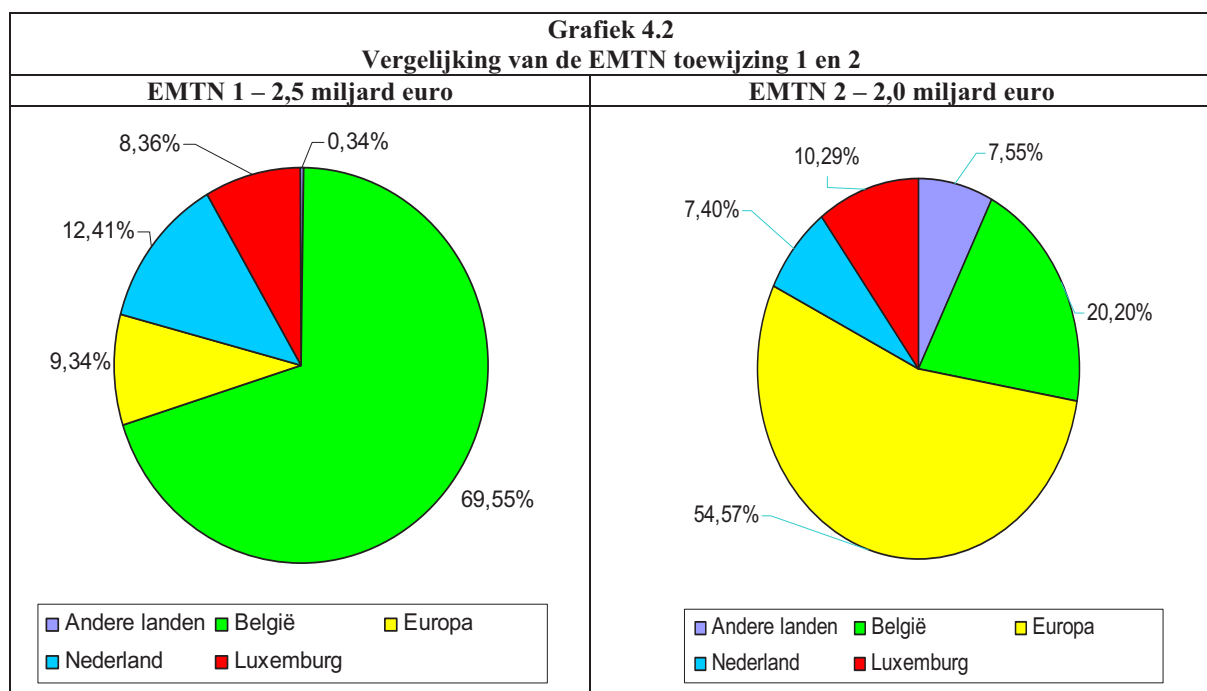
Om tijdelijke kastekorten te kunnen opvangen heeft de Vlaamse overheid in 2009 ook een BCP-programma opgezet. Via dit programma kan de Vlaamse overheid korte termijn papier uitgeven op de Belgische markt. Op korte termijn is voornamelijk kapitaal opgehaald om de vertraagde inning van de onroerende voorheffing - als gevolg van de overgang naar een nieuw informaticasysteem en de daarmee samenhangende noodzakelijke controles - op te vangen. De Vlaamse overheid int de onroerende voorheffing namelijk voornamelijk voor de gemeenten en provincies. Grafiek 3.2 geeft een beeld van het ontstane kastekort. Een programma werd opgericht voor 1,5 miljard euro met aanvankelijk een uitstaand bedrag van 600 miljoen euro, tegen een intrestvoet van 0.799% voor de periode 20 juli tot 20 oktober.

Dankzij een sterke inhaalbeweging in de inning van de onroerende voorheffing en ingevolge doortastende budgettaire maatregelen die het begrotingstekort hebben beperkt, heeft de huidige Vlaamse Regering de financieringsbehoefte weten in te perken en kon aldus het uitstaande BCP- programma met 200 miljoen euro afbouwen. Op het einde van het jaar stond nog 424,4 miljoen euro open op korte termijn (zie Tabel 4.5.)

| <b>Tabel 4.5</b>                                                                      |                       |             |            |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------|------------|------------|
| <b>Overzicht korte termijn leningen van de directe schuld op 31/12/2009 (in euro)</b> |                       |             |            |            |
|                                                                                       | Nominaal bedrag       | intrestvoet | begin      | eind       |
| Commercial Paper                                                                      | 199.711.106,79        | 0,554%      | 30/10/2009 | 1/02/2010  |
|                                                                                       | 199.711.106,79        | 0,554%      | 30/10/2009 | 1/02/2010  |
| Thesaurielening                                                                       | 25.000.000            | 0,820%      | 4/11/2009  | 30/04/2010 |
| <b>TOTAAL</b>                                                                         | <b>424.422.213,58</b> |             |            |            |

#### 4.2.2 De toewijzing van de Euro Medium Term Notes

De Vlaamse overheid had geen ervaring meer in het uitgeven van schuldbewijzen. Om een dergelijk programma op te zetten werd dan ook beroep gedaan op de financiële en juridische kennis van externe partners. Na het opzetten, uitschrijven van het programma met hierin de kenmerken, onderliggende wetgeving en de verantwoordelijkheden van de partners werd na een algemene offerteaanvraag een consortium van banken aangeduid voor het plaatsen van de Vlaamse schuldbewijzen of juister European Mid Term Notes. Om de emissie van deze obligaties onder de internationale aandacht te brengen werd naast de obligate prospectus ook een road show gehouden. Minister-president Kris Peeters en de toenmalige minister bevoegd voor de Financiën en Begrotingen Dirk Van Mechelen bezochten potentiële beleggers in Brussel, Parijs, Amsterdam en Frankfurt. De hierdoor verworven bekendheid, en het succes / pricing van de eerste uitgifte heeft ervoor gezorgd dat de tweede uitgifte reeds een mooie geografische spreiding heeft gekend. Onderstaande grafiek toont een evolutie in toegewezen orders per land tussen EMTN 1, gelanceerd in maart, en EMTN 2, opgezet in juli. Voor de tweede uitgifte is een nieuw bestek uitgeschreven voor de aanduiding van nieuwe leaders en bookrunners. Het consortium die de eerste uitgifte heeft begeleid, heeft in een licht aangepaste vorm ook de tweede keer het Vlaams schuld papier geplaatst in de markt.



De uitgifte van EMTN 1 bestond uit 2 even grote tranches van elk 1,25 miljard euro. Ze hadden een looptijd van 3 en respectievelijk 5 jaar. Uit bovenstaande grafiek blijkt duidelijk dat de meerderheid van toegewezen middelen voor bijna 70% naar België ging. Daarnaast namen de landen van de Benelux (België, Nederland en Luxemburg) zelfs voor meer dan 90% deel in de uitgifte van 2,5 miljard euro. Bijgevolg bezitten de Europese landen en de overige internationale markten in de wereld (waaronder Abu Dhabi) slechts minder dan 10% van de schuld papieren.

De tweede EMTN transactie werd opgestart voor 2,0 miljard euro en werd opgedeeld in 2 verschillende tranches. Enerzijds was er schuld papier voor een bedrag van 0,75 miljard euro met een looptijd van 3,5 jaar. Anderzijds werd tranche 2 gelanceerd voor 1,25 miljard euro met een looptijd van 7 jaar. Zoals reeds hierboven vermeld springt in vergelijking met de grafiek van EMTN 1 de toegewezen middelen per land erg in het oog. Het merendeel van het schuld papier van EMTN 2 ging niet naar België. Het moederland participeerde voor slechts een vijfde van het totale bedrag. Verder bezitten de Beneluxlanden slechts 40% van het totale bedrag. Het grootste bedrag van de toewijzingen ging naar een rist van Europese landen (o.a. Italië, Portugal, Denemarken en Malta). Opmerkelijk in dit tweede

diagram is de gewenste grote interesse van andere niet-Europese landen zoals Singapore en Japan, zij bezitten zelfs tot 7,55% van het schuld papier. Dat ook de internationale markten tegen een correcte prijs interesse hadden in het Vlaams overheidspapier is naar de toekomst toe een goed teken.

De prijszetting van de obligaties werd bepaald in samenspraak met een financieel adviseur en de verwachtingen van het aangeduide consortium. Er is duidelijk gebleken dat de eerste keer omwille van de onbekendheid van de Vlaamse overheid en de bestaande spanningen op de kapitaalmarkten een extra prijs is betaald. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de uitgiftemarges ten opzichte van de marktrente en het Belgische schuld papier (OLO).

| <b>Tabel 4.6 Prijszetting van de Vlaamse schuldbewijzen (in basispunten)</b> |        |        |          |        |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|----------|--------|
|                                                                              | EMTN 1 |        | EMTN 2   |        |
| Looptijd                                                                     | 3 jaar | 5 jaar | 3,5 jaar | 7 jaar |
| Marktrente                                                                   | +60    | +95    | +40      | +70    |
| OLO                                                                          | +45    | +51    | +51      | +49    |

Naast deze uitgiftes is de Vlaamse overheid, voor kleinere bedragen weliswaar, tweemaal ingegaan op aangeboden kansen. Vooraleer op deze aanbiedingen, de zogenaamde private placements, wordt ingegaan, wordt eerst aan de andere marktpartijen gevraagd of zij een voordeliger aanbod hebben. De prijszetting van deze private placements is dan ook voordeliger. De marge van deze uitgiftes ten opzichte van de OLO was bij beide uitgiftes slechts licht boven de 25 basispunten.

#### 4.2.3 Investeringsfonds Lokale Besturen

Zoals in vorige schuldrapporten reeds aangehaald, werd via artikel 4 van het decreet van 22 juni 2005 houdende bepalingen tot begeleiding van de aanpassing van de begroting 2005, het debetsaldo van het Investeringsfonds lokale besturen opgenomen in de directe schuld.

Dit debetsaldo ontstaat doordat Dexia Bank N.V. via een kredietlijn de in het verleden toegekende trekkingsrechten die gekoppeld zijn aan het Investeringsfonds lokale besturen prefinanciert. De terugbetalingen aan Dexia Bank N.V. kunnen door de Vlaamse overheid contractueel ten vroegste gebeuren op de eerste bankwerkdag van de tweede maand volgend op de opname. Om de verschuldigde rente op deze kredietlijn zo laag mogelijk te houden werd in 2008 op elke eerste bankwerkdag van de maand het maximale bedrag terugbetaald.

Volgende tabel geeft een overzicht van de verrichtingen op het Investeringsfonds in 2009:

| <b>Tabel 4.7</b><br><b>Evolutie Investeringsfonds 2009 (in duizend euro)</b> |                          |                |                 |
|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|----------------|-----------------|
|                                                                              | Saldo einde van de maand | Opnames        | Terugbetalingen |
| dec. '08                                                                     | -279,4                   |                |                 |
| jan. '09                                                                     | -279,4                   | 0,00           | 0,00            |
| feb. '09                                                                     | 0,00                     | 0,00           | 279,4           |
| mar. '09                                                                     | 0,00                     | 0,00           | 0,00            |
| apr. '09                                                                     | 0,00                     | 0,00           | 0,00            |
| mei '09                                                                      | 0,00                     | 0,00           | 0,00            |
| juni '09                                                                     | 0,00                     | 0,00           | 0,00            |
| juli '09                                                                     | -290,8                   | 290,8          | 0,00            |
| aug. '09                                                                     | -346,1                   | 55,2           | 0,00            |
| sep. '09                                                                     | -1.043,0                 | 987,8          | 290,8           |
| okt. '09                                                                     | -987,8                   | 0,00           | 55,2            |
| nov. '09                                                                     | -50,3                    | 50,3           | 987,8           |
| dec. '09                                                                     | -738,9                   | 688,6          | 0,00            |
| <b>TOTAAL</b>                                                                |                          | <b>2.072,7</b> | <b>1.613,2</b>  |

In het jaar 2009 werd 2.072,7 duizend euro opgenomen op het Investeringsfonds. Ingevolge het openstaand saldo eind 2009 zijn er niettemin voor 1.613,2 duizend euro aan trekkingsrechten afgelost door de Vlaamse overheid. In de loop van het jaar 2009 was er weinig beweging. Echter, met het einde van de opnamemogelijkheid in zicht (die recent werd uitgesteld tot het eind van 2012) hebben vele lokale besturen in september en oktober de aan hun toegekende trekkingsrechten nog opgenomen. Op het einde van 2009 bedroeg het saldo van nog niet afgeloste opnames 738,9 duizend euro.

#### 4.2.4 Duration en Modified Duration van de uitstaande directe schuld

De “duration” van de lange termijn directe schuld op 31 december 2009 bedroeg tot 3,74 jaar en de “modified duration” tot 3,64% zoals onderstaande Tabel 4.8 weergeeft:

| <b>Tabel 4.8</b>                                                                         |                                  |                          |                               |                                     |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|
| <b>Duration en Modified Duration van de lange termijn leningen van de directe schuld</b> |                                  |                          |                               |                                     |
| <b>31/12/2009</b>                                                                        |                                  |                          |                               |                                     |
| <b>Type</b>                                                                              | <b>Uitstaande directe schuld</b> | <b>Duration in jaren</b> | <b>Modified duration in %</b> | <b>Gewogen gemiddelde kostprijs</b> |
| EMTN                                                                                     | 5.000,0                          | 3,74                     | 3,64%                         | 3,26%                               |
| <b>TOTAAL</b>                                                                            | <b>5.000,0</b>                   | <b>3,74</b>              | <b>3,64%</b>                  | <b>3,26%</b>                        |

#### 4.3 Evaluatie van de indirecte schuld in 2009

Net zoals de directe schuld, onderging de indirecte schuld in het verleden heel wat veranderingen. Zo werden bepaalde sectoren overgebracht naar de directe of gewaarborgde schuld. De meest ingrijpende wijziging vond eind 2003 plaats. Toen verdween het Vlaams aandeel in de A.L.E.S.H.-schuld, die eind 2002 nog bijna 98% van de indirecte schuld vormde, uit de indirecte schuld. Deze operatie kwam er na een boekhoudkundige herschikking.

Na de vervroegde terugbetaling in 2008 van de lening van het M.U.H.K.A. bedroeg begin 2009 de indirecte schuld nog slechts 3,8 miljoen euro. Deze leningen waren leningen van de Vlaamse Vervoersmaatschappij - De Lijn en het Ballet van Vlaanderen. Reeds in 2008 kreeg het Ballet van Vlaanderen de nodige dotatie om begin 2009 de lening volledig af te lossen.

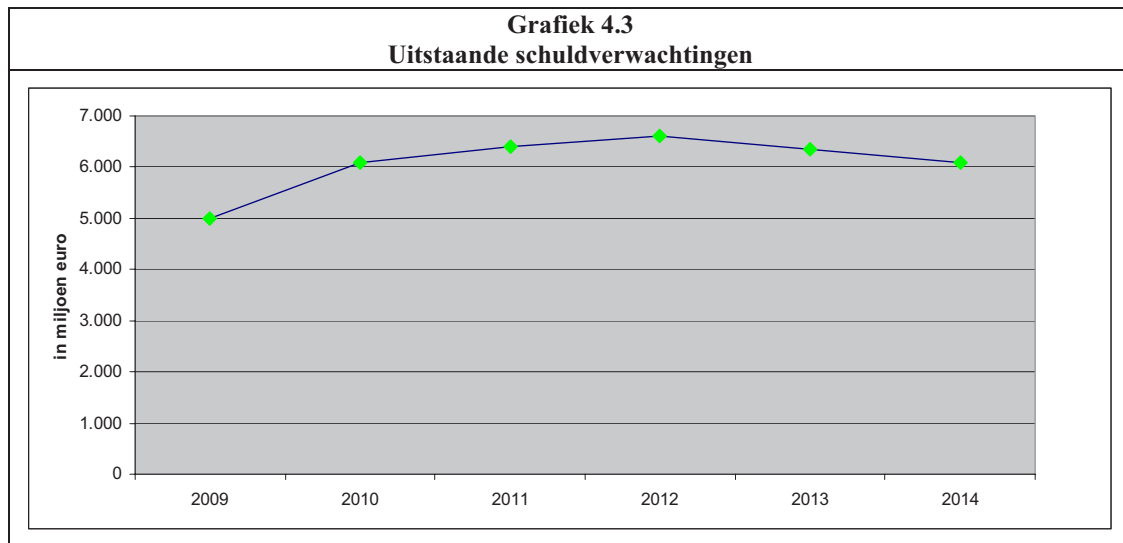
Zodoende heeft de vervroegde terugbetaling van de lening van het Ballet van Vlaanderen geresulteerd in een positieve budgettaire impact voor het Ballet van Vlaanderen. De betaalde wederbeleggingsvergoeding in 2009 bedraagt 38,7 duizend euro en de bespaarde intresten in 2009 en 2010 bedragen samen bijna 64 duizend euro.

In 2009 werd bijna 1 miljoen euro aan kapitaal afgelost zodat het uitstaand bedrag aan indirecte schuld op 31 december 2009 nog 2,9 miljoen euro bedroeg.

| <b>Tabel 4.9</b>                                  |                |
|---------------------------------------------------|----------------|
| <b>Samenstelling Indirecte schuld op 31/12/09</b> |                |
| <b>(in duizend euro)</b>                          |                |
| <b>Instelling</b>                                 | <b>Bedrag</b>  |
| V.V.M.                                            | 2.864,2        |
| <b>Totaal</b>                                     | <b>2.864,2</b> |

In bijlage is de volledige aflossingskalender samen met de berekening van de gewogen gemiddelde looptijd voor de huidige lening onder de indirecte schuld (9,13 jaar) opgenomen in dit rapport. De eindvervaldag van de obligatielening van de Vlaamse Vervoersmaatschappij - De Lijn is in het jaar 2043.

#### 4.4 Toekomstige schuldverwachtingen



De te dekken financieringsbehoeften voor de Vlaamse overheid in de nabije toekomst bestaan uit de te financieren begrotingstekorten in ESR-termen en de gerichte afgesproken kapitaalparticipaties.

Voor 2010 voorspelt de Vlaamse Regering een ESR begrotingstekort van om en bij 500 miljoen euro. Naar aanleiding van de Septemberverklaring heeft de Vlaamse Regering de intentie uitgesproken om haar begrotingstekort tegen 2011 volledig te hebben afgebouwd, wat betekent dat vanaf 2011 de begroting in ESR-termen in evenwicht zal zijn en geen bijkomende financieringsbehoefte meer zal genereren. Daarnaast geeft de verklaring aan dat de Vlaamse Regering wenst te investeren en deel te nemen in het kapitaal van industrieën met een bloeiende toekomst. Voor deze weloverwogen participaties (300 miljoen euro in 2010, 300 miljoen euro in 2011 en 200 miljoen euro in 2012) zal bijkomende externe financiering moeten worden gevonden. Naar aanleiding van de begrotingscontrole 2010 heeft de Vlaamse Regering beslist om in 2010 bijkomend 140 miljoen euro te investeren in welgerichte participaties. In 2010 zal de Vlaamse overheid het structureel tekort op haar financiële rekeningen dat eind 2008 is ontstaan als gevolg van de steun aan Dexia en Ethias en de overname van gemeenteleningen ten dele consolideren op langere termijn.

Na de scherpe stijging in 2009 en de verwachte stijging in 2010 als gevolg van het begrotingstekort, het nemen van participaties en de consolidatie van het tekort op de financiële rekeningen, is vandaag de verwachting dat in 2012 de schuldpositie haar hoogste peil zal bereiken.

De schuldpositie van de Vlaamse Gemeenschap kan ontegensprekelijk worden beïnvloed door de terugbetaling van de gesteunde financiële instellingen (KBC 3,5 miljard euro; Dexia 500 miljoen euro; Ethias 500 miljoen euro). De timing van deze inkomsten is vooralsnog onzeker. Voorlopig wordt slechts een vermindering ingevolge Ethias van 250 miljoen euro in 2013 en 2014 in rekening gebracht.

#### 4.5 Geconsolideerde brutoschuld van de Vlaamse Gemeenschap / Gewest

In overeenstemming met het Instituut voor de Nationale Rekeningen werd de geconsolideerde brutoschuld van de Vlaamse Gemeenschap/ Gewest samengesteld. Er werd van alle instellingen van de Vlaamse overheid, die op de meest recente lijst “De eenheden van de publieke sector” van de afdeling nationale rekeningen van de Nationale Bank van België een code S.1312 (Deelstaatoverheid) meekregen, zo veel mogelijk informatie m.b.t. schuld verzameld. Het zijn immers deze instellingen die opgenomen zijn binnen de consolidatiekring van de Vlaamse overheid.

De geconsolideerde brutoschuld kan onderverdeeld worden in volgende elementen:

- De directe schuld
- De indirecte schuld
- Het negatief saldo van de globale staat van de zichtrekeningen binnen de ministeries van de Vlaamse overheid (volgens het systeem van cash-pooling)
- Het negatief globaal saldo van de te consolideren Vlaamse agentschappen binnen het centraal financieringsorgaan (volgens het systeem van cash-pooling)
- Financiële schulden bij de te consolideren instellingen (incl. onderwijssector)

Gezien het gaat om de zogenaamde brutoschuld werden geen beleggingen noch globale positieve saldi in mindering gebracht. Bovendien werd er op toe gezien dat geen dubbeltellingen gebeurden. Voor de schuldenlast van de onderwijssector zijn de cijfers opgenomen zoals gepubliceerd in het jaarverslag van AGION. Een opmerkelijke nieuwkomer in deze tabel is BAM NV. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de evolutie van de geconsolideerde brutoschuld van de Vlaamse overheid gedurende de periode 2006-2009. Enkel die instellingen waarvan de schuld niet nul bedraagt, worden vermeld.

| <b>Tabel 4.10</b>                                                                             |                  |                  |                  |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Evolutie van de geconsolideerde bruto-schuld van de Vlaamse overheid (in duizend euro)</b> |                  |                  |                  |                  |
|                                                                                               | 2006             | 2007             | 2008             | 2009             |
| Directe schuld MVG                                                                            | 426.505          | 243.866          | 279              | 5.425.161        |
| Indirecte schuld MVG                                                                          | 20.430           | 5.751            | 3.830            | 2.864            |
| Negatieve stand zichtrekening MVG (1)                                                         | 1.079            | 0                | 282.116          | 680.255          |
| Negatieve stand C.F.O. te consolideren V.O.I.'s                                               | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Vlaams openbare instellingen                                                                  |                  |                  |                  |                  |
| VLIF                                                                                          | 174              | 174              | 174              | 174              |
| FIVA                                                                                          | 50               | 50               | 50               | 50               |
| Toerisme Vlaanderen                                                                           | 0                | 14               | 9                | 3                |
| VDAB                                                                                          | 3.627            | 5.434            | 4.366            | 4.720            |
| VRT                                                                                           | 363              | 201              | 40               | 0                |
| Kind en Gezin                                                                                 | 6.594            | 5.662            | 4.688            | 3.669            |
| BLOSO                                                                                         | 2.986            | 2.849            | 2.710            | 2.633            |
| Reproductiefonds (vereffend)                                                                  | 50               | 200              | 225              | 0                |
| VVM                                                                                           | 331.108          | 302.157          | 274.440          | 237.835          |
| MUKHA                                                                                         | 205              | 185              | 71               | 45               |
| De Scheepvaart                                                                                |                  |                  | 4.746            | 4.593            |
| BAM NV                                                                                        |                  |                  |                  | 193.170          |
| Saldo Gesubsidieerd vrij onderwijs                                                            |                  |                  |                  |                  |
| Nationaal Waarborgfonds                                                                       | 318.763          | 321.336          | 284.696          | 244.000          |
| DIGO (systeem 1/1/89-30/09/89)                                                                | 15.403           | 17.908           | 13.007           | 15.086           |
| DIGO (systeem vanaf 30/09/89)                                                                 | 146.260          | 146.511          | 162.076          | 177.096          |
| <b>TOTAAL</b>                                                                                 | <b>1.273.596</b> | <b>1.052.298</b> | <b>1.037.523</b> | <b>6.991.353</b> |

(1) Inclusief de stand van de waarborgrekening.

## V. WAARBORGBEHEER IN 2009

### 5.1 Overzicht

Het totale huidige waarborgniveau verleend door de Vlaamse Gemeenschap op het eind van 2009 bedraagt 8,9 miljard euro. In vergelijking met het niveau van eind 2008 kan de groei worden verklaard door 3 factoren, eerst en vooral de sector van sociale huisvesting, ten tweede de economische crisis en tot slot de gewestwaarborgen verleend door het VIPA.

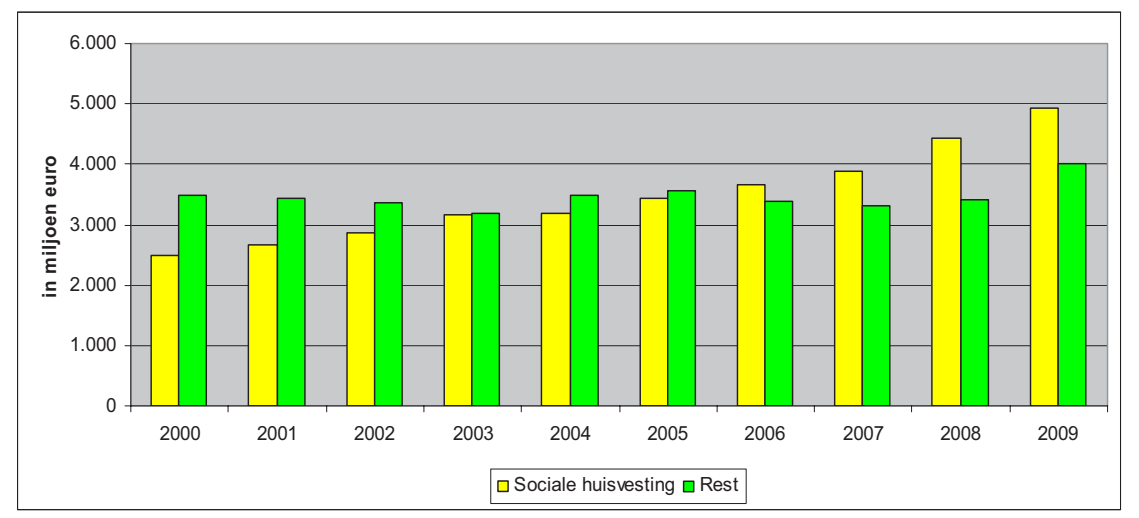
| <b>Tabel 5.1 Gedetailleerd overzicht van de waarborgen (in miljoen euro)</b> |                 |                 |                 |                 |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                                                                              | 2006            | 2007            | 2008            | 2009            |
| Economische expansie                                                         | 11,08           | 6,95            | 4,77            | 0,1             |
| Schepenbouw - scheepskredieten                                               | 1,50            | 0,60            | 0,15            | 0,00            |
| Sociale Huisvesting                                                          | 706,18          | 653,58          | 878,90          | 1.053,48        |
| VMW                                                                          | 98,98           | 88,15           | 87,32           | 75,99           |
| Domus Flandria                                                               | 184,48          | 170,93          | 156,20          | 140,17          |
| Kind en Gezin                                                                | 4,53            | 3,69            | 2,81            | 1,89            |
| VVM                                                                          | 317,49          | 290,06          | 265,20          | 230,95          |
| V.M.S.W.                                                                     | 1.406,33        | 1.605,81        | 1.658,25        | 1.941,49        |
| Vlaams Woningfonds                                                           | 1.552,73        | 1.632,19        | 1.899,73        | 1.930,28        |
| V.Z.W. De Gezinsbond                                                         | 1,70            | 1,32            | 1,00            | 0,73            |
| Universiteiten (sociale sector)                                              | 46,50           | 42,57           | 38,65           | 34,74           |
| Univ. Ziekenhuis Gent                                                        | 19,27           | 20,34           | 38,41           | 53,80           |
| FNSV-lening                                                                  | 55,06           | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| VFBZ (Public Health)                                                         | 27,79           | 25,15           | 22,50           | 19,85           |
| K.M.D.A.                                                                     | 3,50            | 3,00            | 2,50            | 2,00            |
| V.I.B.                                                                       | 7,20            | 6,91            | 6,60            | 6,29            |
| I.M.E.C.                                                                     | 36,48           | 33,30           | 30,12           | 26,93           |
| Syntra                                                                       | 8,74            | 6,41            | 5,49            | 4,55            |
| VRT                                                                          | 0,36            | 0,20            | 0,04            | 0,00            |
| Antwerpen                                                                    |                 |                 |                 |                 |
| 1. ex Fonds 208                                                              | 556,62          | 529,39          | 500,84          | 469,00          |
| 2. ex Vlaams Financieringsfonds                                              | 354,48          | 337,13          | 274,85          | 257,38          |
| Gent                                                                         |                 |                 |                 |                 |
| 1. ex Fonds 208                                                              | 51,42           | 39,07           | 26,38           | 0,00            |
| 2. ex . Vlaams Financieringsfonds                                            | 2,66            | 1,98            | 1,28            | 0,00            |
| Cross Border Lease                                                           |                 |                 |                 |                 |
| 1. Sint-Niklaas (EUR/\$: 1,4406)                                             |                 |                 |                 | 42,10           |
| 2. Dendermonde (EUR/\$: 1,4406)                                              |                 |                 |                 | 26,86           |
| 3. Hamme (EUR/\$: 1,4406)                                                    |                 |                 |                 | 14,34           |
| Gemeentelijke Holding                                                        |                 |                 | 200,00          | 125,00          |
| Agion                                                                        | 165,51          | 164,42          | 178,04          | 192,18          |
| VIPA                                                                         | 634,50          | 634,53          | 692,93          | 1.169,99        |
| FIVA                                                                         | 6,01            | 4,42            | 2,83            | 1,76            |
| VLIF                                                                         | 227,08          | 207,77          | 169,80          | 125,32          |
| ARKimedesfonds                                                               | 120,53          | 120,53          | 120,53          | 120,53          |
| Liefkenshoek tunnel N.V.                                                     | 108,90          | 153,10          | 140,10          | 136,00          |
| Gigarant NV                                                                  |                 |                 |                 | 125,00          |
| B.A.M. N.V.                                                                  | 193,17          | 193,17          | 193,17          | 193,17          |
| N.G.O.'s (raming)                                                            | 1,55            | 1,55            | 1,55            | 1,55            |
| Waarborgfonds Microfinanciering                                              | 0,07            | 0,07            | 0,47            | 0,90            |
| N.V. Waarborgbeheer                                                          | 131,88          | 228,75          | 252,10          | 399,31          |
| <b>TOTAAL</b>                                                                | <b>7.044,28</b> | <b>7.207,04</b> | <b>7.853,48</b> | <b>8.923,64</b> |



## 5.2 Groei in 2009

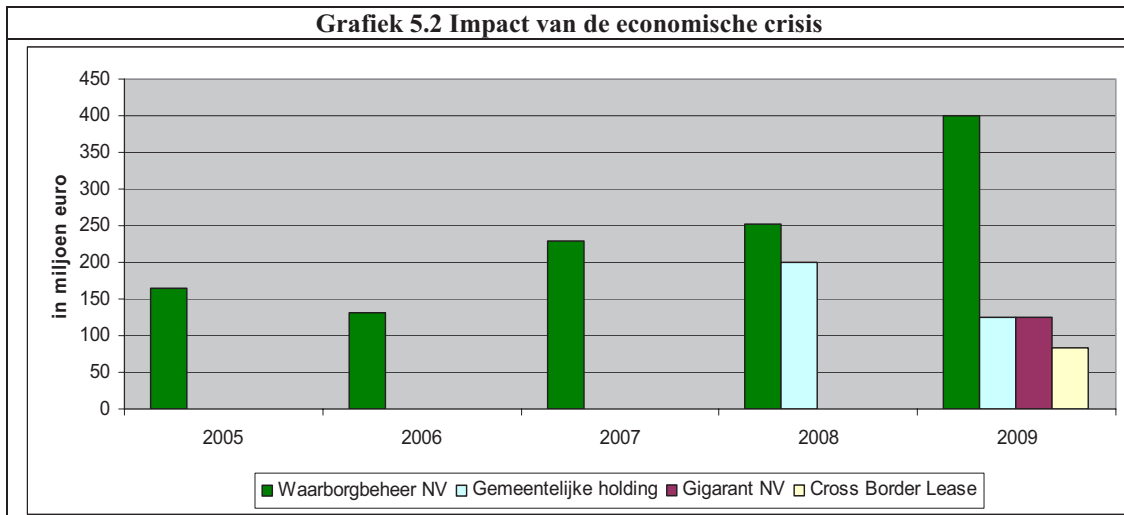
De sociale huisvestingsector is altijd al van groot belang geweest in het waarborgbeheer van de Vlaamse Gemeenschap. Sedert 2000 is de uitstaande schuld van de verleende waarborgen aan de sociale huisvestingsector, inclusief de instellingen VMSW en VWF, continu gestegen.

**Grafiek 5.1 Het belang van de sociale huisvestingsector**



De vertraging in verleende waarborgen aan de VMSW in 2008 is gecorrigeerd in 2009. Dit resulteerde in een versnelde tred in 2009 van uitstaande waarborgen aan de VMSW (+238 miljoen euro). Naast deze compensatie is het uitstaande bedrag aan waarborgen van de rubriek Sociale Huisvesting zelf sterk gestegen. Sociale Huisvesting is het resultaat van de som van 3 componenten. Ten eerste, verstrekken erkende kredietmaatschappijen (EKM) leningen aan private personen (724 miljoen euro). Merk op dat de uitstaande waarborgen niet zijn gekend. Hierom geeft de overzichtstabel de uitstaande schuld weer. De Vlaamse Gemeenschap geeft echter slechts een waarborg voor 10 jaar aan 70% à 80% van de initiële waarde van de onroerende goederen. Vooraleer de Vlaamse Gemeenschap enige schulden betaalt, moet het huis zijn verkocht. Het risico voor de Vlaamse overheid is bijgevolg beperkt tot het verliesbedrag dat 70% à 80% overstijgt van de geraamde waarde van het huis bij het afsluiten van de lening. Ten tweede, sinds de EKM leningen verstrekken aan private personen, dienen de EKM's zelf over kapitaal te beschikken. Zij ontfangen hiervoor de nodige middelen bij de financiële sector. Deze kredieten van de EKM worden sedert 2007 gewaarborgd door de Vlaamse Gemeenschap. Deze waarborgen totaliseren op het eind van 2009 reeds een bedrag van 321 miljoen euro. Tot slot bestaat de rubriek Sociale Huisvesting verder nog uit het uitdovende Occhiolino (3 miljoen euro).

Naast de sociale huisvestingsector had de financiële en economische crisis zijn invloed in de toename van de uitstaande waarborgen. Een opmerkelijke maatregel door de Vlaamse Regering in het kader van de bestrijding van deze crisis is de oprichting van Gigarant NV. Gigarant werd gesticht met de bedoeling de uitgifte van waarborgen voor grote ondernemingen makkelijker te maken ten gevolge van de economische crisis. Gigarant heeft eind 2009 reeds 2 waarborgen verstrekt. In tegenstelling tot Gigarant NV verleent Waarborgbeheer NV waarborgen aan kleine en middelgrote ondernemingen. De financiële en economische situatie heeft er ook voor gezorgd dat het uitstaande bedrag aan waarborgen aanzienlijk is gestegen dan de voorbije jaren. Een ander gevolg van de crisis is de waarborg die de Vlaamse Regering heeft moeten verstrekken aan een cross border lease transactie van 3 gemeenten naar aanleiding van de 'downgrading' van een Amerikaanse verzekeringsmaatschappij. Anderzijds kon de waarborg voor de Gemeentelijke Holding worden gereduceerd met 75 miljoen euro en zal deze aflopen in 2010.



De derde oorzaak voor de stijging is de nieuwe alternatieve financiering die het VIPA toepast. Om het investeringsverloop in de gezondheidsector te versnellen spreidt het VIPA zijn investeringssubsidies over een langere periode. Op deze manier kunnen meer investeringen worden gerealiseerd in enkele jaren tijd. Hierdoor hebben de ziekenhuizen en rusthuizen meer nood aan externe financiering. Deze bankleningen kunnen genieten van een Vlaamse waarborg. Op het eind van 2009 bedroegen de waarborgen te wijten aan deze alternatieve financieringsmethode tot 439 miljoen euro. In de volgende jaren zal deze stijging zich voortzetten.

### 5.3 Uit- en terugwinningen

Onderstaande tabel geeft een gedetailleerd overzicht van de uitwinningen en terugwinningen van de gewaarborgde schuld. Duidelijk zichtbaar is dat vooral Waarborgbeheer N.V. tot het grootste gedeelte van de uitgewonnen dossiers bijdraagt.

| <b>Tabel 5.2 Uitwinningen en terugwinningen van de waarborgen (in miljoen euro)</b> |               |                |
|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------|
|                                                                                     | Uitwinningen  | Terugwinningen |
| Sociale Huisvesting                                                                 | 0,049         | 0,090          |
| AGION                                                                               | 0,012         | 0,012          |
| FIVA                                                                                | 0,002         | -              |
| VLIF                                                                                | 2,388         | -              |
| Waarborgbeheer N.V.                                                                 | 7,568         | 3,902          |
| <b>TOTAAL</b>                                                                       | <b>10,018</b> | <b>4,003</b>   |

Merk ten eerste op dat hoewel 2009 een economisch moeilijk jaar is geweest de uitwinningen van de waarborgen zeer beperkt bleven tot 0,11% van het totaal gewaarborgde bedrag. Ten tweede blijkt uit de realisatiecijfers duidelijk dat het risico op de rubriek Sociale Huisvesting voor de Vlaamse overheid zeer beperkt is. Meer zelfs, er is minder betaald ingevolge uitgewonnen waarborgen dan dat er is ontvangen via terugwinningen. Ten slotte toont het cijfer van Waarborgbeheer NV duidelijk aan dat 2009 een moeilijk jaar was met 1,90% uitwinningen. In 2010 zal deze trend zich waarschijnlijk doorzetten.

## VI. RATING VLAAMSE GEMEENSCHAP

Met rating wordt in de financiële wereld de uitkomst van een beoordeling van de kredietwaardigheid verstaan. Een rating wordt veelvuldig gebruikt door investeerders in de kapitaalmarkt om een indicatie te verkrijgen over de financiële stevigheid van een (potentiële) geldnemer. De rating geeft daarbij een indicatie omtrent de zekerheid voor de geldschieter dat de geldnemer volledig en tijdig aan zijn verplichtingen kan voldoen. De hoogte van de rating dient daarbij tevens als richtlijn voor de risicopremie die in het rendement moet zijn opgenomen; hoe hoger de rating hoe lager de prijs.

In het verleden beoordeelden de ratingbureaus Moody's en Standard & Poor's (S & P) de Vlaamse overheid steeds als zeer kredietwaardig. Ze kenden dan ook een goede rating toe. Ook in 2009 ontving de Vlaamse overheid van Moody's een Aaa en van S&P een AA+-rating. Deze hoge ratingtoekenning dankt de Vlaamse overheid aan haar goede financiële resultaten en haar vastberadenheid om haar begrotingstekort zo snel mogelijk weg te werken. Gelet op deze vastberadenheid heeft S&P ook in 2010 de AA+ rating herbevestigd.

| <b>Tabel 6.1</b><br><b>De ratings van de Vlaamse Gemeenschap binnen de respectievelijke schalen</b> |                |            |                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|------------|----------------------------------------------------------|
| Financial security for the investors                                                                | Rating Moody's | Rating S&P | Capacity of the issuer to meet its financial commitments |
| Exceptional                                                                                         | <b>Aaa</b>     | AAA        | Extremely strong                                         |
| Excellent                                                                                           | Aa1            | <b>AA+</b> | Very strong                                              |
|                                                                                                     | Aa2            | AA         |                                                          |
|                                                                                                     | Aa3            | AA-        |                                                          |
| Good                                                                                                | A1             | A-         | Strong                                                   |
|                                                                                                     | A2             | A          |                                                          |
|                                                                                                     | A3             | A-         |                                                          |
| Adequate                                                                                            | Baa1           | BBB+       | Adequate                                                 |
|                                                                                                     | Baa2           | BBB        |                                                          |
|                                                                                                     | Baa3           | BBB-       |                                                          |



## **BIJLAGEN**



| Bijlage 1<br>VERVALDAGENKALENDER VAN DE UITSTAANDE INDIRECTE SCHULD OP<br>31/12/09 |                      |                          |                                       |                             |                    |                                                         |                         |
|------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------|
| Categorie<br>schuld<br>op<br>31/12/09                                              | Type<br>financiering | Financiële<br>instelling | Bedrag<br>tegen<br>vlottende<br>rente | Bedrag tegen<br>vaste rente | Datum<br>vervaldag | Resterende<br>looptijd<br>vanaf<br>31/12/09<br>in jaren | Bedrag<br>x<br>looptijd |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 160.879,63                  | 30-jun-10          | 0,50                                                    | 79.778,67               |
|                                                                                    |                      |                          |                                       | 160.879,63                  | TOT. 2010          |                                                         |                         |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 168.058,80                  | 30-jun-11          | 1,50                                                    | 251.397,55              |
|                                                                                    |                      |                          |                                       | 168.058,80                  | TOT. 2011          |                                                         |                         |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 176.834,13                  | 29-jun-12          | 2,50                                                    | 441.358,61              |
|                                                                                    |                      |                          |                                       | 176.834,13                  | TOT. 2012          |                                                         |                         |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 185.910,50                  | 28-jun-13          | 3,49                                                    | 649.413,39              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 191.596,19                  | 30-jun-14          | 4,50                                                    | 861.920,39              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 192.430,10                  | 30-jun-15          | 5,50                                                    | 1.058.101,95            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 196.351,18                  | 30-jun-16          | 6,50                                                    | 1.276.551,64            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 201.139,98                  | 30-jun-17          | 7,50                                                    | 1.508.825,38            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 201.589,49                  | 29-jun-18          | 8,50                                                    | 1.713.234,52            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 194.125,30                  | 28-jun-19          | 9,50                                                    | 1.843.392,57            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 172.109,35                  | 30-jun-20          | 10,50                                                   | 1.807.855,47            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 121.103,13                  | 30-jun-21          | 11,50                                                   | 1.393.183,68            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 90.367,33                   | 30-jun-22          | 12,50                                                   | 1.129.963,00            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 83.469,72                   | 30-jun-23          | 13,50                                                   | 1.127.184,25            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 73.459,21                   | 29-jun-24          | 14,50                                                   | 1.065.460,43            |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 61.104,02                   | 30-jun-25          | 15,51                                                   | 947.530,83              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 45.821,80                   | 30-jun-26          | 16,51                                                   | 756.373,55              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 32.063,94                   | 30-jun-27          | 17,51                                                   | 561.338,57              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 30.273,67                   | 30-jun-28          | 18,51                                                   | 560.353,19              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 28.976,57                   | 29-jun-29          | 19,51                                                   | 565.241,58              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 26.504,16                   | 28-jun-30          | 20,50                                                   | 543.444,20              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 27.771,93                   | 30-jun-31          | 21,51                                                   | 597.362,80              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 28.249,72                   | 30-jun-32          | 22,51                                                   | 635.966,98              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 22.286,72                   | 30-jun-33          | 23,51                                                   | 524.012,69              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 20.631,14                   | 30-jun-34          | 24,51                                                   | 505.717,29              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 19.443,58                   | 29-jun-35          | 25,51                                                   | 495.997,74              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 19.652,68                   | 28-jun-36          | 26,51                                                   | 520.984,47              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 20.704,74                   | 30-jun-37          | 27,52                                                   | 569.692,34              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 21.389,49                   | 30-jun-38          | 28,52                                                   | 609.922,77              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 20.439,07                   | 30-jun-39          | 29,52                                                   | 603.260,55              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 9.334,88                    | 30-jun-40          | 30,52                                                   | 284.880,08              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 9.833,04                    | 28-jun-41          | 31,51                                                   | 309.861,99              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 5.406,73                    | 30-jun-42          | 32,52                                                   | 175.815,01              |
| V.V.M.                                                                             | Obligatielening      | V.V.M.                   |                                       | 4.867,81                    | 30-jun-43          | 33,52                                                   | 163.158,32              |
| SUBTOTAAL                                                                          |                      |                          | 0,00                                  | 2.864.179,73                |                    |                                                         | 26.138.536,45           |
| TOTAAL BEDRAG AFLOSSINGEN<br>GEWOGEN GEMIDDELDE LOOPTIJD<br>IN JAREN               |                      |                          |                                       |                             |                    | 2.864.179,73<br>9,13                                    |                         |

| <b>Bijlage 2: Samenstelling en evolutie van de nettoschuld van de Vlaamse overheid<br/>(in duizend euro)</b> |                   |                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|
|                                                                                                              | <b>31/12/2008</b> | <b>31/12/2009</b> |
| 1. Kastoestand ministeries                                                                                   |                   |                   |
| 1.1. Korte termijn beleggingen                                                                               | 0                 | 0                 |
| 1.2. Kassituatie (*)                                                                                         | 282.116           | 680.255           |
| Subtotaal (1)                                                                                                | 282.116           | 680.255           |
| 2. Kastoestand CFO                                                                                           |                   |                   |
| 2.1. Korte termijn beleggingen                                                                               | 238               | -1                |
| 2.2. Kassituatie                                                                                             | -31.282           | -41.563           |
| Subtotaal (2)                                                                                                | -31.044           | -41.564           |
| <i>Subtotaal (1+2)</i>                                                                                       | 251.072           | 638.691           |
| 3. Directe schuld                                                                                            |                   |                   |
| 3.1. LT: EMTN                                                                                                | 0                 | 5.000.000         |
| 3.2. KT: BCP + thesaurie                                                                                     | 0                 | 424.422           |
| 3.3. Investeringsfonds                                                                                       | 279               | 739               |
| Subtotaal (3)                                                                                                | 279               | 5.425.161         |
| 4. Indirecte schuld                                                                                          |                   |                   |
| 4.1. Ballet van Vlaanderen                                                                                   | 813               | 0                 |
| 4.2. De Lijn                                                                                                 | 3.017             | 2.864             |
| Subtotaal (4)                                                                                                | 3.830             | 2.864             |
| <i>Subtotaal (3+4)</i>                                                                                       | 4.109             | 5.428.025         |
| <b>Netto schuldpositie van de Vlaamse Gemeenschap<br/>(1+2+3+4)</b>                                          | <b>255.181</b>    | <b>6.066.716</b>  |

(\*) Inclusief waarborgfondsrekening



### **Bijlage 3**

#### **Rating 2010 Standard & Poors**

##### **Rationale**

On April 23, 2010, Standard & Poor's Ratings Services has affirmed its 'AA+' long-term and 'A-1+' short-term issuer credit ratings on the Belgian Community of Flanders. The outlook is stable.

The ratings on Flanders are supported by strong management commitment and ability to keep budgets under control and bring them back on balance according to European System of Accounts standards by 2011, following imbalances in 2009 and 2010. They also reflect the community's contained, though rising, tax-supported debt, good access to liquidity, and expenditure flexibility.

Also factored into the ratings is our view of the sensitivity of Flanders' revenue base to economic cycles, which is translating into deteriorated consolidated budgetary performance in the current economic slowdown. In addition, bail-out operations in favor of local financial institutions led Flanders to deplete its cash surpluses and to incur a significant amount of debt.

With revenues tightly linked to economic cycles, Flanders' revenues decreased by 1.5% in 2009 compared with 2008, according to adjusted pre-closing figures. We expect its operating margin to have dropped to 1.5% of consolidated operating revenues at year-end 2009, far lower than the 8.0% annual average reported since 2002.

In addition, the bail-out operations in favor of KBC Bank N.V. (A/Stable/A-1) led Flanders to subscribe perpetual hybrid instruments for €3.5 billion in 2009, and, consequently, to post a large deficit after capital expenditures, which we estimate to be about 20.5% of total revenues (or 5.4% without bail-out operations).

Effective budget monitoring and strict cost control have been key, however, in our view, to containing the deterioration and we expect them to continue to do so. That said, we estimate that Flanders will post limited and temporary deficits after capital expenditures averaging 3%-4% of total revenues over the next three years on a consolidated basis.

Flanders uses public and private companies to carry out public-service missions and investments, guaranteeing a number of them and transferring budgetary funds. Because of this, we analyze debt evolution on a consolidated basis. As expected, tax-supported debt increased to about 60% of total revenues at year-end 2009 from 29% one year earlier, primarily on the back of the debt-financed bail-out operation in favor of KBC Bank N.V. and new guarantee issuances in the fields of social housing and healthcare. In the next two years, however, we think tax-supported debt could slightly increase to a level that nevertheless remains moderate by national and international comparisons.

Flanders accounts for 58% of Belgium's GDP, which exceeds the EU-15 average by 6% per capita in purchasing power parity terms. The community's economy is characterized by high labor productivity and large exports, which has somewhat exposed Flanders, as all Western European regions, to the current economic downturn. GDP fell 3% in 2009 and we expect a slow recovery at 1.4% in 2010, in line with the Belgian state.

##### **Liquidity**

We view Flanders' liquidity position as strong, with comfortable access to short-term credit: This year, the community has two committed credit lines, worth €2.0 billion, as well as a €1.5 billion commercial paper program.

Over the first four months of this year, monthly average available drawings on treasury lines covered about 5x the community's short- and long-term debt service.

Standard & Poor's expects Flanders to maintain high coverage of its financial obligations over the next year thanks to these liquidity instruments and to moderate debt service, which we estimate at about 2% of the consolidated operating revenues in 2010.

### **Outlook**

The stable outlook reflects our expectation that Flanders will pursue strict budgetary and financial discipline. We believe that such budgetary discipline will likely enable Flanders to post temporarily limited deficits after capital expenditures and to contain its debt recourse.

The persistence of large and structural fiscal imbalances together with a significant increase in tax-supported debt or contingent liabilities could put the rating under pressure. We consider this scenario unlikely.

The long-term rating on the Kingdom of Belgium (AA+/Stable/A-1+) curtails any upgrade of Flanders, owing to the current framework for intergovernmental relationships between the central government and local and regional governments and the ensuing limits on their financial autonomy.

An upgrade of Belgium would not, however, trigger an automatic upgrade for Flanders. If the rating on Belgium is raised, we will analyze Flanders' performance and creditworthiness to take an appropriate rating action.

**Bijlage 4****Moody's**

INVESTORS SERVICE

**Credit Opinion:** Flanders, the Community of

Global Credit Research - 11 May 2010

*Belgium***Ratings**

| Category                                           | Moody's Rating  |                       |
|----------------------------------------------------|-----------------|-----------------------|
| Outlook                                            | Stable          |                       |
| BIJLAGEN                                           |                 | 34                    |
| Moody's                                            |                 | 40                    |
| INVESTORS SERVICE                                  |                 | 40                    |
| Credit Opinion: Flanders, the Community of         |                 | 40                    |
| Global Credit Research - 11 May 2010               |                 | 40                    |
| Ratings                                            |                 | 40                    |
| Category    Moody's Rating                         |                 | 40                    |
| Key Indicators                                     |                 | 40                    |
| Opinion                                            |                 | 40                    |
| SUMMARY RATING RATIONALE                           |                 | 40                    |
| Credit Strengths                                   |                 | 41                    |
| Rating Outlook                                     |                 | 41                    |
| What Could Change the Rating - Down                |                 | 41                    |
| Recent Developments                                |                 | 41                    |
| DETAILED RATING CONSIDERATIONS                     |                 | 41                    |
| Output of the Baseline Credit Assessment Scorecard |                 | 42                    |
| ABOUT MOODY'S SUB-SOVEREIGN RATINGS                |                 | 42                    |
| Baseline Credit Assessment                         |                 | 43                    |
| Moody's                                            |                 | 44                    |
| Lucie Villa/London                                 | 44.20.7772.5454 |                       |
| Sebastien Hay/Madrid                               | 34.91.310.14.54 | David Rubinoff/London |

**Key Indicators**

|                                                            | Flanders, the Community of |      |      |      |      |        |
|------------------------------------------------------------|----------------------------|------|------|------|------|--------|
|                                                            | 2004                       | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 E |
| Gross operating balance / operating revenues (%)           | 5.3                        | 7.9  | 8.0  | 6.3  | 2.2  | -1.6   |
| Capital spending / total expenditure (%)                   | 8.6                        | 9.3  | 9.9  | 11.6 | 13.4 | 22.1   |
| Self-financing ratio                                       | 1.4                        | 1.7  | 1.4  | 1.1  | 0.6  | 0.1    |
| Financing surplus (requirement) / of total revenues (%)    | 3.5                        | 5.8  | 3.7  | 0.8  | -6.3 | -23.2  |
| Interest expenses / operating revenues (%)                 | 0.5                        | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.0    |
| Discretionary Own Source revenues / operating revenues (%) | 22.7                       | 23.8 | 22.4 | 23.6 | 22.0 | 21.3   |
| Net Direct and Indirect debt / operating revenues (%)      | 53.8                       | 52.0 | 47.4 | 44.0 | 43.0 | 75.4   |

**Opinion****SUMMARY RATING RATIONALE**

The Aaa issuer and debt and P-1 short-term ratings, with stable outlook, of the Flemish Community (FC) reflect the region's excellent financial performance over the past few years and its cost-effective cash flow management. While the recapitalisation of the banking sector and the erosion of some regional taxes have resulted in significant deficits in 2008-09, Moody's expects the region's budget to return to balance over the medium term. In the meantime, the region's recourse to debt should remain moderate and its debt affordability metrics should remain compatible with the Aaa rating.

### Credit Strengths

Credit strengths for the FC include:

Strong and diversified economic base

Strong commitment to meet federal authorities' budget targets

Tight budgetary discipline

Low direct debt levels

### Credit Challenges

Credit challenges for the FC include:

A currently unbalanced budget position resulting from the implementation of ambitious counter-cyclical measures

Limited, albeit increasing, tax leeway

High level of guaranteed liabilities, although they carry limited risks

### Rating Outlook

The rating outlook is stable.

### What Could Change the Rating - Down

The region's rating could be negatively impacted if the region was unable to restore its budget to a balanced position in the medium term or if it was to increase indirect risks incurred from the already high level of guarantees.

### Recent Developments

Following the federal prime minister's resignation on 22 April 2010, new federal elections are scheduled to take place in June 2010. The political situation does not affect Moody's view of the Flanders Community's creditworthiness over the medium-term, as these elections are unlikely to impact the regional government's operations and finances.

### DETAILED RATING CONSIDERATIONS

The rating assigned to the Community of Flanders reflects the application of Moody's Joint-Default Analysis (JDA) rating methodology for regional and local governments (RLGs). In accordance with this methodology, Moody's first establishes the baseline credit assessment (BCA) for the jurisdiction and then considers the likelihood of support from the national government to avoid a default by the Community, should this extreme event ever occur.

#### Baseline Credit Assessment

The FC's BCA of 1 (based on a scale of 1-21, where 1 represents the lowest credit risk) reflects the following factors:

#### Financial Position and Performance

The FC's surplus numbers are ahead of the targets established by the National Council of Finances, Belgium's central supervisory body (which monitors regions' and communities' budget positions), thanks largely to the FC's strict budgetary discipline. Between 1998 and 2007, the FC was able to annually generate financing surpluses equal to an average 4% of total revenue, as a result of revenue growth having exceeded that of expenditure (5% CAGR vs. 4.7% CAGR, respectively).

In 2008, the FC used its large cash reserves to self-finance several capital injections into two Belgian financial institutions, Dexia and Ethias (EUR 500 million each). It also used these funds to pay off some debt on behalf of Flemish municipalities (EUR 640million). In 2009, the community's financial performance is expected to have deteriorated further as a result of: (i) additional intervention to sustain the economy - the FC took part in the recapitalisation plan for KBC Group by injecting EUR 3.5 billion into the bank; and (ii) an expected erosion in the growth of certain regional taxes, especially the transfer tax. In this context, the regional deficit is expected to have reached 25% of operating revenue in 2009. However, a deficit of this scale is expected to be a one-off, as it is largely the result of its counter-cyclical measures. Beyond 2010, Moody's expect FC's deficits to reduce gradually.

#### Debt Profile

As a result of the high deficit incurred in 2009, the FC issued significant debt (EUR 5.6 billion, or 23% of the estimated total revenue at the end of the year). The region's forecasts, which are deemed credible by Moody's, show that the direct debt-to-total revenue ratio is expected to stabilise at around 35% from 2011-2012. To cover its long-term financing needs, the FC has put in place an EMTN programme sized at EUR 10 billion and, for its short-term needs, it has established a Treasury note programme sized at EUR 1.5 billion, on the top of its existing bank facilities (EUR 2 billion).

Although significant, guaranteed debt (EUR 8.9 billion at year-end 2009), which relates primarily to companies and satellites of the FC and social housing programmes, is deemed to carry limited risks.

### Governance and Management Factors

The FC's management has been traditionally prudent. Since the mid-1990s, the FC has been conservative with respect to both revenue forecasting and expense execution. These fiscal management measures are supported by comprehensive, transparent and timely financial reporting.

### Economic Fundamentals

Accounting for 57% of the national GDP, the FC is Belgium's economic engine. Its economy is characterised by a high degree of openness (providing over 70% of Belgian exports), an innovative industrial structure, a strong entrepreneurial culture and sophisticated infrastructures. Chemicals, textiles, plastics and rubber, automobile and food products remain its core industries. In addition, the steady increase in the contribution to the regional GDP by the services sector and a new focus on high-tech industries are gradually reducing the historical cyclicity of the Flemish economy. One of the FC's competitive advantages remains its harbours, which command approximately a quarter of market share traffic in Western Europe.

### Operating Environment

The national operating environment in which the FC operates is typical of advanced industrial economies - characterised by high GDP per capita, low GDP volatility and high ranking on the World Bank's Government Effectiveness Index - and suggests a minimal level of systemic risk. As such, conditions that historically precede national crises that are associated with RLG defaults are not present in this context.

### Institutional Framework

The institutional framework for the Belgian federated entities is well-established and protects them from sudden changes, as any modification in the existing framework requires (i) a two-thirds majority vote in the federal parliament; and (ii) a majority in the parliament of each community. The FC is unique among Belgian regions and communities in that it combines the responsibilities of a region and a community. As is the case for the Communauté Française de Belgique and the German-speaking community, the FC has to assume heavy responsibilities in the areas of education (salaries to teachers represent the bulk of expenses in this field) and social affairs, which adds rigidity to its budgetary structure. Furthermore, like the Walloon region, the FC is also in charge of "territorial" matters such as transfers to municipalities, economic development, environment and infrastructures. To exercise these two sets of responsibilities, the FC has benefited from transfers from the federal government in the form of shared and combined taxes, but over which it has extremely limited flexibility. Although Moody's notes that various changes have enhanced the FC's fiscal flexibility in recent years thanks to the transfer of regional taxes, we believe that, overall, its fiscal flexibility remains relatively limited. Finally, the National Stability Pact designed to enable the country as a whole to comply with the Maastricht criteria provides a framework for fiscal discipline by setting financing deficit limits according to European accounting rules for the federated entities. Since it was established in 2001, this pact between the federal government and the sub-sovereign entities - although not legally binding - has, in Moody's view, worked reasonably well, enabling each of the Belgian federated entities to move steadily closer to a balanced budget position.

### Extraordinary support consideration

Moody's assigns a high likelihood of extraordinary support from the federal government, this reflects Moody's assessment (at the jurisdictional level) of the incentive provided by the risk to the federal government's reputation if the FC were to default, as well as indications of support stemming from the federal government's commitment to allow the federated entities to reach sound financials.

Moody's also assigns a very high level of default dependence, reflecting the FC's high reliance on federal government transfers.

### Output of the Baseline Credit Assessment Scorecard

In the case of FC, the BCA scorecard (presented below) generates an estimated BCA of 2, close to the BCA of 1 assigned by the rating committee.

The BCA scorecard, which generates estimated baseline credit assessments from a set of qualitative and quantitative credit metrics, is a tool used by the rating committee in assessing regional and local government credit quality. The credit metrics captured by the scorecard provide a good statistical gauge of stand-alone credit strength and, in general, higher ratings can be expected among issuers with the highest scorecard-estimated BCAs. Nevertheless, the scorecard-estimated BCAs do not substitute for rating committee judgments regarding individual baseline credit assessments, nor is the scorecard a matrix for automatically assigning or changing these assessments. Scorecard results have limitations in that they are backward-looking, using historical data, while the assessments are forward-looking opinions of credit strength. Concomitantly, the limited number of variables included in the scorecard cannot fully capture the breadth and depth of our credit analysis.

### ABOUT MOODY'S SUB-SOVEREIGN RATINGS

#### National and Global Scale Ratings

Moody's assigns national scale ratings in certain local capital markets in which investors have found the global rating scale provides inadequate differentiation among credits or is inconsistent with a rating scale already in common use in the country. Moody's National Scale Ratings are opinions of the relative creditworthiness of issuers and issues within a particular country. While loss expectation will be an important differentiating factor in the ultimate rating assignment, it

should be noted that loss expectation associated with National Scale Ratings can be expected to be significantly higher than apparently similar rating levels on Moody's global scale. Moody's National Scale Ratings rank issuers and issues in order of relative creditworthiness: higher ratings are associated with lower expected credit loss.

National Scale Ratings can be understood as a relative ranking of creditworthiness (including relevant external support) within a particular country. National Scale Ratings are not designed to be compared among countries; rather, they address relative credit risk within a given country. Use of National Scale Ratings by investors is only appropriate within that portion of a portfolio that is exposed to a given country's local market, taking into consideration the various risks implied by that country's foreign and local currency ratings. The Moody's Global Scale rating for issuers and issues in local currency allows investors to compare the issuer's/issue's creditworthiness to all others in the world, rather than merely in one country. It incorporates all risks relating to that country, including the potential volatility of the national economy.

Moody's assigns a ceiling for foreign-currency bonds and notes to every country (or separate monetary area) in which there are rated obligors. The ceiling generally indicates the highest rating that can be assigned to a foreign-currency denominated security issued by an entity subject to the monetary sovereignty of that country or area. In most cases, the ceiling will be equivalent to the rating that is (or would be) assigned to foreign-currency denominated bonds of the government. Ratings that pierce the country ceiling may be permitted, however, for foreign-currency denominated securities benefiting from special characteristics that are judged to give them a lower risk of default than is indicated by the ceiling. Such characteristics may be intrinsic to the issuer and/or related to Moody's view regarding the government's likely policy actions during a foreign currency crisis.

#### **Baseline Credit Assessment**

Moody's baseline credit assessment incorporates the government's intrinsic credit strength and accounts for ongoing operating subsidies and transfers from the supporting government. In effect, the baseline credit assessment reflects the likelihood that a local government would require extraordinary support.

#### **Extraordinary Support**

Extraordinary support is defined as action taken by a supporting government to prevent a default by a regional or local government (RLG) and could take different forms, ranging from a formal guarantee to direct cash infusions to facilitating negotiations with lenders to enhance access to needed financing.

Extraordinary support is described as either low (0% - 30%), moderate (31% - 50%), high (51% - 70%), very high (71% - 95%) or fully supported (96% - 100%).

#### **Default Dependence**

Default dependence reflects the likelihood that the credit profiles of two obligors may be imperfectly correlated. Such imperfect correlation, if present, has important diversifying effects which can change the joint-default outcome. Intuitively, if two obligors' default risks are imperfectly correlated, the risk that they would simultaneously default is smaller than the risk of either defaulting on its own.

In the application of joint-default analysis to RLGs, default dependence reflects the tendency of the RLG and the supporting government to be jointly susceptible to adverse circumstances leading to defaults. Since the capacity of the higher-tier government to provide extraordinary support and prevent a default by an RLG is conditional on the solvency of both entities, the more highly dependent -- or correlated -- the two obligors' baseline default risks, the lower the benefits achieved from joint support. In most cases, the close economic links and/or overlapping tax bases and/or close intergovernmental fiscal arrangements between different levels of government result in a moderate to very high degree of default dependence.

Default dependence is described as either low (0% - 30%), moderate (31% - 50%), high (51% - 70%) or very high (71% - 100%).

#### **Rating Factors**

| Flanders, the Community of                       |        |       |                         |                     |                     |       |
|--------------------------------------------------|--------|-------|-------------------------|---------------------|---------------------|-------|
| Baseline Credit Assessment<br>Scorecard - 2008   | Value  | Score | Sub-Factor<br>Weighting | Sub-Factor<br>Total | Factor<br>Weighting | Total |
| Factor 1: Operating Environment                  |        |       |                         |                     |                     |       |
| National GDP per capita (PPP basis, \$US)        | 35,767 | 1     | 50.0%                   | 1.00                | 50.0%               | 0.50  |
| National GDP Volatility (%)                      | 1.4    | 1     | 25.0%                   |                     |                     |       |
| National Govt Effectiveness Index (World Bank)   | 1.36   | 1     | 25.0%                   |                     |                     |       |
| Factor 2: Institutional Framework                |        |       |                         |                     |                     |       |
| Predictability, Stability, Responsiveness        | 1      | 1     | 50.0%                   | 3.17                | 10.0%               | 0.32  |
| Fiscal Flexibility (A): Own-Source Revenues      | 7.5    | 7.5   | 16.7%                   |                     |                     |       |
| Fiscal Flexibility (B): Spending                 | 7.5    | 7.5   | 16.7%                   |                     |                     |       |
| Fiscal Flexibility (C): Extent of Borrowing      | 1      | 1     | 16.6%                   |                     |                     |       |
| Factor 3: Financial Position & Performance       |        |       |                         |                     |                     |       |
| Interest Payments/Operating Revenue (%)          | 0.1    | 1     | 33.3%                   | 7.33                | 10.0%               | 0.73  |
| Accrual Financing Surplus(Req)/Total Revenue (%) | -2.8   | 9     | 33.3%                   |                     |                     |       |
| Gross Operating Balance/Operating Revenue (%)    | 4.2    | 12    | 33.3%                   |                     |                     |       |
| Net Working Capital/Total Expenditures           |        |       |                         |                     |                     |       |
| Factor 4: Debt Profile                           |        |       |                         |                     |                     |       |
| Net Direct and Indirect Debt/Operating Revenue   | 43.0   | 3     | 50.0%                   | 2.50                | 10.0%               | 0.25  |
| Short-Term Direct Debt/Direct Debt (%)           | 0.0    | 1     | 25.0%                   |                     |                     |       |
| Net Debt/Operating Revenue Trend                 | -6.0   | 3     | 25.0%                   |                     |                     |       |
| Factor 5: Governance & Management                |        |       |                         |                     |                     |       |
| Fiscal Management                                | 1      | 1     | 40.0%                   | 1.00                | 10.0%               | 0.10  |
| Investment & Debt Management                     | 1      | 1     | 20.0%                   |                     |                     |       |
| Transparency & Disclosure (A)                    | 1      | 1     | 15.0%                   |                     |                     |       |
| Transparency & Disclosure (B)                    | 1      | 1     | 15.0%                   |                     |                     |       |
| Institutional Capacity                           | 1      | 1     | 10.0%                   |                     |                     |       |
| Factor 6: Economic Fundamentals                  |        |       |                         |                     |                     |       |
| Regional or Local GDP pc PPP - estimated (\$US)  | 35,883 | 1     | 100.0%                  | 1.00                | 10.0%               | 0.10  |
| Estimated BCA                                    |        |       |                         |                     |                     | 2     |

**Moody's**  
INVESTORS SERVICE

© Copyright 2010, Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors including Moody's Assurance Company, Inc. (together, "MOODY'S"). All rights reserved.

**CREDIT RATINGS ARE MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC.'S ("MIS") CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MIS DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS DO NOT CONSTITUTE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS ARE NOT RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. CREDIT RATINGS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MIS ISSUES ITS CREDIT RATINGS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.**

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any



of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The ratings, financial reporting analysis, projections, and other observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. Each user of the information contained herein must make its own study and evaluation of each security it may consider purchasing, holding or selling. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

MIS, a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MOODY'S Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MIS have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MIS for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,500,000. MCO and MIS also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moodys.com](http://www.moodys.com) under the heading "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy."

Any publication into Australia of this Document is by MOODY'S affiliate MDODYS Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657, which holds Australian Financial Services License no. 336969. This document is intended to be provided only to wholesale clients (within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001 ). By continuing to access this Document from within Australia, you represent to MOODY'S and its affiliates that you are, or are accessing the Document as a representative of, a wholesale client and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this Document or its contents to retail clients (within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001).



## **GLOSSARIUM**

### ***Aanbesteding***

Systeem voor het plaatsen van een emissie waarbij kandidaat-inschrijvers hetzij een emissieprijs, hetzij een rentevoet voorstellen, rekening gehouden met het feit dat alle andere voorwaarden van de lening bepaald zijn. Alle offertes worden gerangschikt volgens de rente of de prijzen die geboden worden.

### ***Aflossing***

In brede zin gaat het om iedere terugbetaling die een schuld vermindert of uitdooft.

### ***Bibor/Euribor***

Brussel Interbank Offered Rate/European Interbank Offered Rate of de rentevoet waartegen het mogelijk is te lenen op de interbancaire markt te Brussel/Europa.

### ***DAB***

Dienst Afzonderlijk Beheer.

### ***Directe schuld***

Leningen, effecten, financiële derivaten of financiële leasing, hetzij uitgegeven of aangegaan door de Vlaamse Gemeenschap of het Vlaams Gewest, ofwel contractueel overgenomen door de Vlaamse Gemeenschap of het Vlaamse Gewest uit de indirecte schuld.

### ***Duratie ("duration")***

“Duration” is een meetinstrument voor de effectieve looptijd van een obligatie of een schuldportefeuille en is gedefinieerd als het gewogen gemiddelde van de looptijden van iedere geldstroom met als wegingcoëfficiënten de contante waarde van iedere geldstroom t.o.v. de contante waarde van de som van alle geldstromen. Zoals de “duration” voor één obligatie kan berekend worden, kan dit ook gedaan worden voor een portefeuille van obligaties of leningen. Het laat toe om verschillende obligaties of schuldportefeuilles op gelijke noemer te zetten om ze zo met elkaar te kunnen vergelijken. De “duration” van de portefeuille verandert bij elke wijziging van de samenstelling van de portefeuille (b.v. bij elke nieuwe opname), vermindert geleidelijk met de tijd en is omgekeerd evenredig met de gewogen gemiddelde coupon van de portefeuille en met het marktrendement.

Het concept “duration” is ook relevant om de prijsgevoeligheid van een obligatie of een schuldportefeuille t.o.v. een marginale rentefluctuatie te meten. In dit geval doet men beroep op het begrip “Modified duration” die gelijk is aan de “duration” van een obligatie gedeeld door een factor gelijk aan  $1+i$ , waarbij  $i$  het huidige actuarieel rendement is. Alhoewel deze maatstaf heel nuttig is om prijswijzigingen te simuleren tengevolge van kleine fluctuaties van de rentevoeten is deze niet aangepast om prijsvariaties te simuleren bij grote renteschommelingen.

### ***Financiële Markt***

Kapitaalmarkt plus geldmarkt.

### ***Geconsolideerde schuld***

Schuld op meer dan 1 jaar waarbij de opbrengst van de leningen wordt gestort in de middelenbegroting. De terugbetaling van deze schuld kan gebeuren via contractuele aflossingen onder de vorm van jaarlijkse dotaties waarvoor op begroting kredieten worden voorzien (Titel 3).

### ***Geldmarkt***

Markt waarop financiële verrichtingen met een looptijd van ten hoogste één jaar worden afgesloten.

***Gewaarborgde schuld***

Het geheel van schulden van publiekrechtelijke rechtspersonen, opgericht bij of krachtens een wet of decreet en die ressorteren onder de Vlaamse Gemeenschap of het Vlaamse Gewest, en van lagere overheden waarvan een gedeelte of het geheel van het uitstaande kapitaal gewaarborgd wordt door de Vlaamse Gemeenschap of het Vlaamse Gewest, hetzij door middel van een waarborgverklaring, hetzij door middel van een contractuele verbintenis, met uitzondering van de indirecte schuld.

***Herfinanciering***

Terugbetaling van een lening op de eindvervaldag met de opbrengsten van een nieuwe lening.

***HRF***

Hoge Raad van Financiën.

***Indirecte schuld***

Schuld, andere dan directe schuld waarvan de kapitaalsaflossingen en de rentelasten volledig of gedeeltelijk ten laste komen van de begroting van de Vlaamse Gemeenschap of het Vlaamse Gewest, zonder evenwel rekening te houden met terugbetalingen door derden.

***Kapitaalmarkt***

Plaats waar de financiële instrumenten op middellange en lange termijn worden verhandeld.

***Lening tegen vaste rentevoet***

Lening waarvan de rentevoet tot de eindvervaldag onveranderd blijft.

***Lening tegen vlottende rentevoet***

Lening die wordt uitgegeven op middellange of lange termijn en waarvan de rentevoet varieert volgens de evolutie van een referentierentevoet die meestal de rentevoet van de interbankenmarkt is. De coupon wordt vastgesteld meestal om de zes maanden. Bij het interbancair tarief wordt eventueel een vaste marge of "spread" gevoegd. Voor de zeer goede debiteuren kan deze marge in mindering komen van de interbancaire rentevoet.

***Marge***

Een over het algemeen vaste marge die men optelt of aftrekt van een rentevoet die men als referentie gebruikt bij een lening met een veranderlijke rentevoet

***Middelkorte schuld***

Schuld met een looptijd van maximum 1 jaar waarbij de opbrengst van de leningen wordt gestort in de middelenbegroting. De terugbetaling van deze schuld kan gebeuren via contractuele aflossingen onder de vorm van jaarlijkse dotaties waarvoor op begroting kredieten worden voorzien (Titel 3).

***Netto te Financieren Saldo***

Som van het saldo van de lopende verrichtingen, de kapitaalsverrichtingen en de thesaurieverrichtingen. Dit saldo wordt "netto" genoemd omdat de aflossingen van de schuld niet begrepen zijn in bovengenoemde verrichtingen. Het netto saldo van de begroting verwijst enkel naar de som van de lopende verrichtingen en de kapitaalsverrichtingen. Theoretisch stemt het Netto te Financieren Saldo overeen met de toename van de schuld.

***OLO***

Lineaire obligatie: obligatie op lange termijn uitgegeven door de Federale Administratie der Thesaurie met een vaste rentevoet, looptijd en terugbetalingsprijs. Deze obligaties zijn gedematerialiseerd.

***Rating***

Praktijk waarbij een evaluatie wordt gemaakt van het vermogen van een debiteur om na te gaan of die de financiële dienst van zijn verbintenissen kan nakomen. De meest bekende ratingagentschappen zijn "Standard & Poor's" en "Moody's". Zij beoordelen regelmatig het financieel vermogen van de Vlaamse Gemeenschap.

***Schatkistpapier***

Effecten op korte termijn die door de Federale Thesaurie bij aanbesteding zijn uitgegeven op de primaire markt. Men kan drie verschillende types onderscheiden: de certificaten op drie maanden, op zes maanden en op twaalf maanden. Bovendien bestaat er ook een secundaire markt voor de schatkistcertificaten. Deze berust bij de "primary dealers" die zorgen voor een doeltreffende en doorzichtige werking van de markt, evenals voor de liquiditeit ervan. Vanaf het moment dat de schatkistcertificaten werden opgenomen in het X/N clearingstelsel van de Nationale Bank, kan iedereen er op intekenen (ingezetenen en niet-ingezetenen, institutionele beleggers, particulieren...).

***Schuld op korte termijn***

Schuld in effecten waarvan de looptijd niet langer is dan 1 jaar. Schulden op korte termijn worden aangegaan om tijdelijke schatkisttekorten te overbruggen.

***Swap***

Financiële transactie waarbij twee partijen zich ertoe verbinden om gedurende een zekere termijn gelijke maar tegengestelde financiële verplichtingen uit te wisselen. De swap kan slaan op de rentevoet, op de valuta of op beide. Men spreekt dan respectievelijk van renteswap, valutaswap en gekruiste swap. De renteswap bestaat in het omwisselen van rentebetalingstromen van een uitstaand kapitaal, zoals bijvoorbeeld een vaste rentevoet tegen een variabele rentevoet, een variabele rentevoet tegen een op andere referentiepunten steunende variabele rentevoet.