



Vlaams
Parlement

stuk **32** (2011-2012) – Nr. 1
ingediend op 23 mei 2012 (2011-2012)

Rapport

van de Vlaamse Regering

over het gevoerde beleid inzake kas-, schuld- en
waarborgbeheer van de Vlaamse Gemeenschap in 2011

INHOUDSTAFEL

INHOUDSTAFEL	3
I. INLEIDING.....	5
II. RENTEMARKTEN IN 2011-2012	7
2.1. Economische omgeving	7
2.1.1. Internationale context.....	7
2.1.2 Economische ontwikkelingen in België en Vlaanderen	7
2.2. Rentemarkt in 2011	9
2.3. Macro-economische vooruitzichten	10
2.3.1 Internationaal.....	10
2.3.2 België	11
2.4. Renteperspectieven	12
2.5. Chronologie van de Europese schulden crisis sinds begin 2011	12
III. KASBEHEER IN 2011	15
3.1. Een overzicht.....	15
3.2. Het netto te financieren saldo.....	16
3.3. De cashpools van de Vlaamse overheid	18
3.4. Beleggen van de kasoverschotten	20
3.5. Het Centraal Financieringsorgaan (CFO)	20
3.5.1 De doorstortingen naar de instellingen.....	20
3.6. Het kassierscontract	22
IV. SCHULDBEHEER IN 2011	23
4.1. Voorwoord	23
4.2. De lange termijnschuld.....	23
4.2.1 Het EMTN-programma	23
4.2.2 De Vismijn Oostende	25
4.2.3 Gemeentelijke Holding	25
4.3. De korte termijnschuld	26
4.3.1 Het BCP-programma.....	26
4.3.2 Investeringsfonds van de Lokale Besturen.....	28
4.4. Verhouding vast / vlottend	28
4.5. Rentegevoeligheid van de schuld	30
4.6. Evaluatie van de indirecte schuld in 2010.....	30
4.7. Aflossingen en toekomstige schuldverwachtingen	31
4.8. Leasingschulden	33
4.9. Geconsolideerde brutoschuld van de Vlaamse Gemeenschap / Gewest	34
4.10. Publiek Private Samenwerking	35
V. WAARBORGBEHEER IN 2011.....	36
5.1. Een overzicht.....	36
5.2. Uit- en terugwinningen en uitzonderlijke verliezen	37
5.3. Het risico blijft niettemin beperkt	37
5.4. De grootste componenten	38
5.4.1 Sociale Huisvesting	38
5.4.2. VIPA	39
VI. RATING VLAAMSE GEMEENSCHAP	41
BIJLAGEN	43
Bijlage 1: Rating 2011 Standard & Poors	44
Bijlage 2: Rating 2011 Moodys	53
GLOSSARIUM.....	63

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 2011.

De evaluatie wordt ingeleid met een terugblik op de internationale economische context van 2011 en met een vooruitblik op de perspectieven voor 2012. Deze evaluatie werd opgemaakt in april 2012.

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

- de goede kasresultaten als gevolg van het snel terugkeren naar een begroting in evenwicht;
- de schuld die enkel in nominale termen groeit en in reële termen daalt;
- de vereffening van de Gemeentelijke Holding.

II. RENTEMARKTEN IN 2011-2012¹

2.1. Economische omgeving

2.1.1. Internationale context

Nadat er zich in 2010 een wereldwijde heropleving had doorgezet, bleek 2011 een jaar met twee gezichten. In de eerste jaarhelft was er nog sprake van een redelijk dynamische groei, maar in de tweede jaarhelft werd het economisch klimaat iets minder gunstig, vooral in Europa. Deze groeiafremming was het gevolg van verschillende fenomenen. Ten eerste leidde de “Arabische lente”, die in het voorjaar van 2011 voor onrust zorgde in het Midden-Oosten, tot hogere olieprijsen. Op vier maanden tijd stegen de ruwe olieprijsen in euro uitgedrukt met circa 40%. Dit had uiteraard een weerslag op de koopkracht en de bedrijfswinsten in de olie-invoerende landen. Daarnaast was er de verwoestende tsunami in Japan, die niet alleen de lokale economie ontwrichtte, maar ook in een aantal sectoren wereldwijd voor productiemoeilijkheden zorgde vanwege het stokken van de toelevering van essentiële onderdelen uit Japan. Daarbovenop verstrakten centrale banken in een aantal groeilanden hun monetaire politiek om de inflatoire spanningen in de kiem te smoren. Ten slotte laaide de Europese schuldencrisis opnieuw op met een steunpakket voor Portugal in mei, gevolgd door een tweede steunpakket voor Griekenland, met een geëiste bijdrage van de privésector om de Griekse schuldratio houdbaar te maken op lange termijn. Dit ging gepaard met sterke turbulentie op de financiële markten, waarbij ook de Belgische obligatiemarkt tijdelijk in het oog van de storm terechtkwam.

Dit alles zorgde ervoor dat de jaar-op-jaar BBP-groei in de Eurozone van 2,4% in het eerste kwartaal van 2011 afkalfde tot amper 0,7% in het laatste kwartaal van 2011. Hierbij dient vermeld dat in het vierde kwartaal de kwartaal-op-kwartaal-groei voor het eerst sinds 2009 negatief was. In Japan kwam er een geleidelijke heropleving door de heropbouw na de zware aardbeving, terwijl de Verenigde Staten in de tweede helft van het jaar ook een breder ondersteunde groei vertoonden. China kende nog steeds een krachtige groei, maar zag het expansieritme in de loop van 2011 wat vertragen.

Door de hogere grondstoffenprijzen, en vooral dan de olieprijsen, was er een wereldwijde inflatiestijging. Zo doorbrak de inflatie in de Eurozone vanaf eind 2010 opnieuw de 2%-grens om heel 2011 boven dit niveau te blijven hangen.

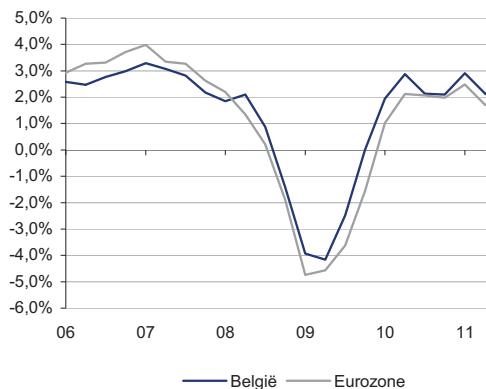
2.1.2 Economische ontwikkelingen in België en Vlaanderen

Zoals in vele landen van de Eurozone was 2011 een zeer contrastrijk jaar voor de Belgische economie in het algemeen, en voor de Vlaamse economie in het bijzonder. Het jaar was veelbelovend van start gegaan: België liet in het eerste kwartaal van het jaar zelfs een groei van bijna 3,0% optekenen in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder. Dat was grotendeels te danken aan de forse groei van de buitenlandse handel en de toename van de bedrijfsinvesteringen na drie moeilijke jaren. Zo steeg de export in het eerste kwartaal 2011 met bijna 10% in vergelijking met dezelfde periode een jaar eerder en het volgende kwartaal waren er zelfs 11,6% meer bedrijfsinvesteringen dan in dezelfde periode van 2010. Die dynamiek werd nog versterkt doordat het vertrouwen van zowel de ondernemingen als de gezinnen op een zeer hoog peil stond. Maar ondanks dit grote vertrouwen leken

¹ Bron ING, ontvangen op 2 april 2012

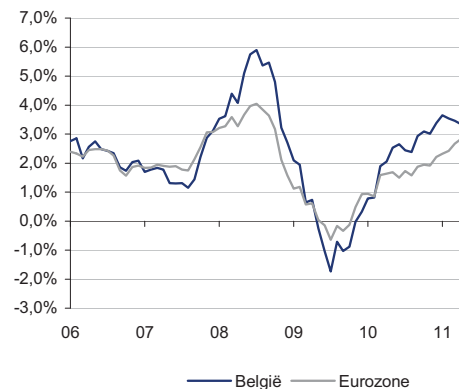
die laatste niet bereid om meer te spenderen, want de gezinsconsumptie bleef in het begin van het jaar aan de slappe kant. Het is wel zo dat de gezinnen hun consumptie al sterk hadden opgedreven in 2010 (met 2,3% over het hele jaar), wat kan verklaren waarom ze ietwat terughoudend waren om de consumptie in 2011 nog verder te verhogen. Zeker omdat de stijgende olieprijs in de eerste maanden van 2011 de koopkracht van de gezinnen zwaar heeft aangetast. De inflatie kwam in 2011 immers al snel boven 3,5% uit en bleef het hele jaar rond dat peil hangen. De automatische loonindexering heeft het verlies aan koopkracht wel wat kunnen opvangen, maar kon die natuurlijk niet doen toenemen.

Grafiek 2.1: Economische groei in een negatieve trend in 2011 (BBP groei, JoJ)



Bron: Thomson Reuters

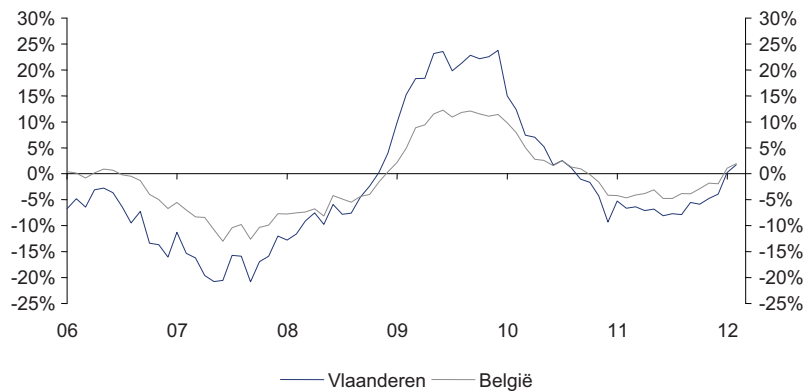
Grafiek 2.2: Inflatie zit op een hoger niveau in België (HICP)



Bron: Thomson Reuters

Tegelijkertijd zorgde de stevige activiteitsgroei ervoor dat er constant banen bij kwamen en de werkloosheid dus begon af te nemen. In juni 2011 was het aantal niet-werkende werkzoekenden (nwwz) in België met 4,8% gedaald. Het verloop in Vlaanderen was nog opmerkelijker, aangezien het aantal nwwz op datzelfde moment met meer dan 8% was afgenomen. Vlaanderen wist dus voluit te profiteren van het activiteitsherstel en de positie van de Belgische economie op de internationale markten. Dat wees op mooie economische vooruitzichten, want de gezinsbestedingen zouden de export opnieuw moeten bijbenen naarmate de werkloosheid zou dalen.

Maar helaas is de conjunctuurverbetering die midden mei 2009 was ingezet niet blijven duren en tijdens de zomer werd de economie zwaar getroffen door financiële problemen, vooral als gevolg van de Europese schulden crisis. De economische activiteit zwakte dus enorm af, als gevolg van de vertraging van de wereldhandel, maar ook door het snelle vertrouwensverlies van de consumenten en ondernemingen. De sowieso al slappe consumptie in het begin van het jaar is er natuurlijk niet op verbeterd en de investeringsplannen werden bruusk naar beneden herzien. Hier is het contrast frappant: de uitzonderlijke groei van de bedrijfsinvesteringen in de eerste helft van het jaar sloeg in de tweede jaarhelft om tot een inkringing. De gevolgen bleven dan ook niet uit: België belandde in de tweede helft van het jaar in een recessie: in het derde en vierde kwartaal 2011 is de economische activiteit met 0,1% gekrompen. Omdat de Vlaamse economie bovendien traditiegetrouw sterker onderhevig is aan de economische cyclus (gezien haar economische structuur), heeft zij een vrij zware tol betaald voor de algemene vertraging in de tweede helft van 2011, vooral dan op het gebied van de werkgelegenheid: het aantal nwwz nam elke maand minder snel af en is, door de futloze arbeidsmarkt, sinds januari 2012 zelfs opnieuw beginnen te stijgen tegenover dezelfde periode van vorig jaar.

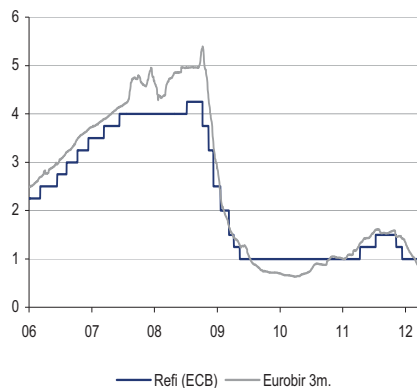
Grafiek 2.3: Het aantal nwwz stijgt (JoJ) weer door de economische vertraging

Bron: Belgostat

2.2. Rentemarkt in 2011

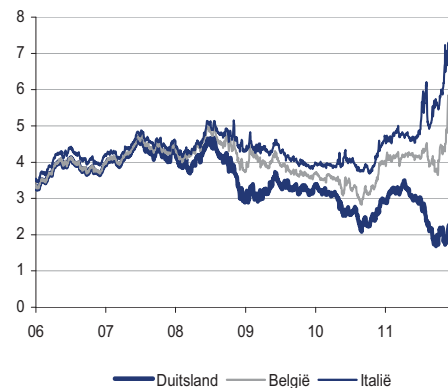
Terwijl in de meeste landen het budgettair beleid weer restrictief werd in 2011, was er eerder een ontspanning van het monetair beleid in de tweede helft van het jaar. Zo kondigde in de VS het Federal Open Market Committee aan dat de korte rente nog zeker tot midden 2013 op een laag peil zou worden gehandhaafd. Daarnaast werd besloten om binnen de portefeuille van Federal Reserve de obligaties met korte looptijden te vervangen door obligaties met lange looptijden om de langetermijnrente te drukken (“Operatie Twist”). In China ging de centrale bank nog even door met het verkrappen van de monetaire politiek, om pas in november het geweer van schouder te veranderen via een vermindering van de reserveverplichtingen van de banken. Ook de Europese centrale bank (ECB) schroefde in de eerste jaarhelft haar monetair beleid nog eerder aan met twee renteverhogingen van 25 basispunten. Toen bleek dat de schulden crisis opnieuw dreigde te escaleren, gooide de ECB het roer om en verlaagde in het laatste kwartaal opnieuw haar herbeleningsrente tot 1%. Daarnaast besloot ze tot een uitbreiding van het onderpand in haar herfinancieringsoperaties. Ten slotte voerde ze nieuwe liquiditeitsoperaties in dollar in (de stress tests van de Europese banken had Amerikaanse beleggers ertoe aangezet om minder vlucht de benodigde dollarliquiditeiten van de Europese banksector te financieren), alsook de uitzonderlijke drie-jaar-herfinancieringsoperatie (LTRO). Deze laatste operatie was bedoeld om de kapitaalvlucht uit de perifere landen te compenseren en tegelijkertijd ook de obligatiemarkt in deze landen een hart onder de riem te steken.

Grafiek 2.4: De zeer lage rente van de ECB en de LTRO's houden de rente op de geldmarkt laag (%)



Bron: Thomson Reuters

Grafiek 2.5: De 10 jaar rente op Belgische staatsobligaties (%)



Bron: Thomson Reuters

De Europese obligatiemarkten stonden in het teken van de schulden crisis. In de eerste maanden van het jaar viel er nog een stijging van de langetermijnrente op Duitse staatsobligaties op te tekenen, aangedreven door het verbeterende conjunctuurklimaat. Dit ging gepaard met afnemende risicopremies. Vanaf het tweede kwartaal zorgde de conjunctuuraftoelung echter voor hernieuwde twijfel rond het succes van de begrotingsconsolidatie in de zwakkere landen. De Duitse overheidsobligatie fungeerde van dan af als veilige haven voor angstige beleggers, terwijl de rente op perifeer schuld papier steeg. In het vierde kwartaal ontsnapte ook België niet langer aan het wantrouwen van de beleggers, met een rentepiek op de 10j-obligatie die rond de 6% lag. Gelukkig brachten de speciale lange-termijnherfinancieringsverrichtingen van de ECB soelaas, waardoor de Belgische 10j-rente het jaar uiteindelijk rond de 4% afsloot.

Deze zware rente-opstoot heeft voor Vlaanderen overigens nauwelijks gevolgen gehad, vermits de Vlaamse Gemeenschap haar (reeds) beperkte financieringsbehoefte in de periodes van hoge rentes kon elimineren.

2.3. Macro-economische vooruitzichten

2.3.1 Internationaal

De Amerikaanse economie lijkt het nog altijd goed te doen, met een jobcreatie die op toerental komt. Hoewel ook daar een bezuinigingsbeleid noodzakelijk wordt om het begrotingstekort terug te dringen, zal dit vermoedelijk pas na de presidentsverkiezingen worden doorgevoerd. De groei landen bieden een meer gemengd verhaal. Vooral China zendt nog altijd zeer tegenstrijdige signalen uit. De speculatie in de vastgoedsector lijkt over zijn hoogtepunt heen, wat de bouwsector stokken in de wielen steekt. Dit vertaalt zich ook in een minder sterke expansie van de invoer. Tegelijkertijd is de Chinese overheid vastbesloten om de groei op peil te houden via stimuleringsmaatregelen. Dat zou er voor moeten zorgen dat in de tweede jaarhelft de Chinese motor opnieuw aanslaat. In Europa blijft het groeiverhaal moeilijk. Zowat alle lidstaten van de Eurozone zijn verplicht om hun begrotingsbeleid te verstrakken, wat uiteraard een negatieve impact op de groei heeft. Vooral in de zuidelijke landen dreigt de groei dit jaar nog diep in de rode cijfers uit te komen, terwijl omgekeerd de Duitse economie dan weer veel beter standhoudt.

Hoewel de regeringsleiders al heel wat maatregelen namen om de schulden crisis te bestrijden (zie kaderstuk), kan men helaas nog niet spreken van een definitieve oplossing. De Griekse schuldpositie is, niettegenstaande de schuldherstructurering, nog altijd niet houdbaar, terwijl ook Portugal op een tweede reddingspakket afstevent. De Spaanse financiële sector blijft bovendien zorgen baren.

Een tweede gevaar betreft de evolutie van de olieprijs. De gespannen politieke situatie rond Iran heeft al voor een bijkomende stijging gezorgd van de ruwe olieprijs en dit zou nog verder kunnen oplopen indien de situatie escaleert.

In die omstandigheden zal de Eurozone dit jaar vermoedelijk een licht negatieve groei vertonen. Tegelijkertijd blijft de inflatie, vanwege de dure energie, boven de 2% hangen.

2.3.2 België

Het ziet ernaar uit dat ook 2012 in België een jaar met nogal wat contrasten zal worden. Het eerste kwartaal van het jaar was niet positief: de autoverkoop is ineengestort door de stopzetting van de federale premies op de aankoop van wagens, wat waarschijnlijk op de groei van de privéconsumptie zal wegen. Tegelijkertijd zagen de meeste macro-economische statistieken in het eerste kwartaal van het jaar er niet zo goed uit.

De belangrijkste vraag is dan ook vanwaar de conjunctuuropleving zal komen. Hoewel de algemene economische toestand zoals hiervoor uiteengezet waarschijnlijk niet echt veelbelovend zal zijn, zou de verbetering van de economische situatie in de Verenigde Staten het internationale handelsverkeer nieuw leven moeten inblazen en hiervan zou de Belgische economie onrechtstreeks een graantje kunnen meepikken. Die impuls kan al voldoende zijn om de activiteit te doen terugkeren naar groei. Los van het positieve effect op de export, zullen de ondernemingen waarschijnlijk vanaf de eerste tekenen van verbetering hun investeringsprogramma's die ze in 2011 zo bruusk hadden afgebroken, van onder het stof halen. Een vernieuwing van de productie-uitrusting is immers levensnoodzakelijk om de concurrentiepositie van de industriële ondernemingen op de wereldmarkten veilig te stellen. Sommige uitrustingen zijn gewoonweg verouderd omdat er de afgelopen jaren te weinig werd geïnvesteerd. Daarom denken wij dat het herstel deels van de bedrijfsinvesteringen zal komen, terwijl die component van het BBP normaal gezien altijd met wat vertraging op gang komt. Maar in elk geval wordt geen echt herstel verwacht vóór de tweede helft van het jaar.

Meer voorzichtigheid is geboden betreffende het toekomstige verloop van de gezinsbestedingen. Ten eerste zullen de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt waarschijnlijk niet erg gunstig zijn. De aanwervingsintenties branden immers nog altijd op een laag pitje en we gaan ervan uit dat de sectoren die de afgelopen jaren de meeste banen hebben gecreëerd een dergelijk groeitempo niet zullen kunnen aanhouden. Het zou trouwens ook niet houdbaar zijn voor de overheidsfinanciën om het aantal gesubsidieerde banen de komende jaren in hetzelfde tempo te laten toenemen als de afgelopen jaren, of het nu gaat om activeringsplannen (goed voor een totaal van bijna 115.000 win-wincontracten in 2011, waarvan 42.500 in Vlaanderen) of dienstencheques (bijna 137.000 werknemers in 2011, waarvan 82.000 in Vlaanderen).

Ten tweede zal de koopkracht van de gezinnen waarschijnlijk verder te lijden hebben van de nog altijd hoge olieprijs. In de huidige context kan alleen een gevoelige afname van de spanningen in Iran en/of een uitgesproken vertraging van de Chinese vraag de olieprijs duurzaam doen dalen.

Rekening houdend met al deze elementen en met de recessie van eind 2011 en de eerste maanden van 2012, wordt voor het hele jaar een nulgroei verwacht, tegenover 1,9% in 2011. Ondanks de zwakke groei zal de inflatie in België boven de doelstelling op middellange termijn van de ECB blijven hangen (2%). Volgens de recentste prognose van het Federaal Planbureau zal ze dit jaar vermoedelijk op 3,0% uitkomen (3,5% in 2011). De arbeidsmarkt ten slotte dreigt verder onder het gebrek aan

activiteit te lijden te hebben. De werkloosheid zal naar verwachting nog stijgen, vooral in Vlaanderen, omdat de economie daar nog altijd gevoeliger is voor de cyclus van de industriële activiteit. Eind 2011 kwam het totale aantal nwwz op 191.000 uit en dit cijfer zal eind 2012 waarschijnlijk boven 200.000 uitstijgen.

2.4. Renteperspectieven

De meeste centrale banken lijken niet gehaast om hun soepele monetaire politiek op te geven. In de Verenigde Staten heeft de Federal Reserve al verschillende keren laten weten dat ze nog zeker tot 2014 haar lage-rentebeleid zal handhaven. In de context van een zwak en ongelijk herstel, gepaard gaande met nog een aantal politieke en economische onzekerheden (Verkiezingen in Griekenland, Nederland en Frankrijk, Iers referendum, mogelijk nieuw steunplan voor Portugal, problemen in Spaanse banksector), kan de ECB moeilijk van haar soepel monetair beleid afstand doen. De te hoge inflatie laat het niet toe om de rente nog te verlagen, maar van een verhoging kan nog geen lang geen sprake zijn. De basisrente zal waarschijnlijk het hele jaar 2012 op 1% blijven staan. Tegelijkertijd zal de ECB verplicht zijn om haar genereus liquiditeitsbeleid te handhaven om spanningen in de financiële sector te bezweren. Bij een stabiele lage korte rente, is er weinig kans dat de obligatierente veel stijgt. In de tweede jaarhelft, als er internationaal wat meer signalen van herstel zijn, zou een lichte stijging kunnen optreden. Dit neemt niet weg dat er zich binnen de Eurozone tijdelijk opnieuw stijgingen van de risicopremies t.o.v. Duitsland kunnen voordoen, gezien de schuldencrisis nog steeds een heropflakking zou kunnen kennen.

Specifiek voor België mogen we niet uit het oog verliezen dat het ratingagentschap S&P bij zijn negatieve ratingoutlook blijft en dit ondanks de ratingverlaging van België vorig jaar. Een schuldenlast van meer dan 100% van het BBP zou in die context het risico op een nieuwe ratingverlaging vergroten. De Belgische rentespread met Duitsland blijft zeer gevoelig voor een oplaaen van de schuldencrisis, omdat België door de financiële markten toch niet volledig als een kernland wordt beschouwd. De terugkeer naar de rentespread op 10 jaar van een paar jaar geleden lijkt uitgesloten, maar er zijn fundamenteel ook weinig redenen waarom de spread veel meer dan 150 Bp zou moeten bedragen.

2.5. Chronologie van de Europese schuldencrisis sinds begin 2011

Onder leiding van de Duitse bondskanselier Angela Merkel komen Duitsland en Frankrijk in februari met een plan naar buiten voor meer coördinatie van economisch beleid binnen de Eurozone. Met zo'n Euro plus Pact zullen bijvoorbeeld de pensioensgerechtigde leeftijden van alle lidstaten gelijk worden getrokken en moet er meer aandacht zijn voor de uiteenlopende concurrentieposities. Dit voorstel, dat door velen als "germanisering" van Europa wordt gezien, wordt nauwelijks door andere landen van de Eurozone verwelkomd.

Door de weerstand van de meeste andere Eurozone-landen zwakken Duitsland en Frankrijk hun voorstel af. De uiteindelijke versie vraagt nog steeds om meer beleidscoördinatie, maar is zeer vrijblijvend. De Europese regeringsleiders accepteren uiteindelijk het voorstel tijdens de Europese Top in maart. Het Pact voor de euro komt tot leven. Tegelijkertijd gaan alle Europese landen akkoord met een verstrakking van de begrotingsregels van het Stabiliteitspact. Landen moeten in de toekomst niet alleen hun begrotingstekorten onder de 3% van het BBP brengen, maar ook hun schuldposities verbeteren. Bij een gebrek aan schuldenreductie kunnen boetes worden opgelegd. Bovendien moeten sancties meer automatisch worden.

Vanwege de voortdurende twijfels op de financiële markten over de omvang van het tijdelijke noodfonds, het EFSF, wordt de leencapaciteit verhoogd naar 440 miljard euro. Vervolgens beslissen de Europese regeringsleiders dat er vanaf de zomer 2013 een permanent noodfonds moet komen, het ESM. Dit noodfonds moet over een leencapaciteit van 500 miljard euro beschikken.

Met Portugal vraagt in mei 2011 het derde Eurozone land een reddingspakket aan. De EU en het IMF geven Portugal een krediet van 78 miljard euro. Daarmee zou Portugal pas in 2013 weer terug naar de financiële markten moeten gaan om zijn schulden te financieren.

In de periode tussen mei en juli laait de Griekse schulden crisis weer op. Eerst blijkt het Griekse begrotingstekort voor 2010 groter dan eerder geraamd. Het geld uit het eerste reddingspakket, de 110 miljard euro van mei 2010, blijkt veel eerder op te zijn dan verwacht. De Griekse regering kondigt verdere besparingen aan, maar de zogenaamde Trojka, EU, ECB en IMF, zijn nog niet tevreden en dreigen ermee de volgende tranche van de lening niet uit te betalen. Na weken van onderhandelingen gaat de Griekse regering akkoord met nog meer bezuinigingen en een plan voor privatiseringen. De privatiseringen moeten een bedrag van 50 miljard opleveren. Nadat ook het Griekse parlement de nieuwe maatregelen heeft goedgekeurd, geven de Europese landen en het IMF groen licht voor de volgende tranche van het Griekse pakket. Het IMF wil alleen blijven bijdragen aan de Griekse redding als er een Europese garantie voor terugbetaling van de Griekse schulden aan het IMF is. De leiders van de Eurozone landen kondigen daarom in juli een akkoord aan over een tweede reddingspakket voor Griekenland ter hoogte van maximaal 130 miljard euro. Belangrijke voorwaarde voor het tweede pakket is het vrijwillig nemen van verlies door particuliere schuldeisers; de zogenaamde vrijwillige schuldhervorming. Er wordt gedacht aan een nominaal verlies voor particuliere schuldeisers van 21%.

De aankondiging van een tweede Grieks reddingspakket kalmeert de markten echter niet lang. Twijfels over de schuldhoudbaarheid van Spanje en Italië en vraagtekens bij de mogelijkheid (en bereidheid) van vooral Duitsland om deze landen desnoods te redden, is het begin van nieuwe grote spanningen in augustus. Het verlies van de AAA-rating van de VS draagt bij aan verdere onrust op de financiële markten.

De ECB neemt in september nieuwe maatregelen om de financiële markten te kalmeren. Banken worden met goedkope liquiditeit voorzien door twee 1-jaars liquiditeitsoperaties. Bovendien probeert de ECB door een nieuw opkoopprogramma van “covered bonds” (40 miljard euro tot oktober 2012) kredietverleningen aan de economie weer op gang te krijgen.

Op een bijeenkomst van de regeringsleiders van de Eurozone eind oktober komt een nieuwe poging om de schulden crisis op te lossen. Het door sommige politici als ultieme oplossing gepresenteerde pakket bestaat uit drie onderdelen: een hogere kapitaalratio voor banken (hetgeen een kapitaalverhoging van rond de 100 miljard euro vereist) tegen de zomer 2012; een vrijwillig nominaal verlies van nu 50% van particuliere schuldeisers van Griekenland en twee hefboomregelingen om de leencapaciteit van het tijdelijke noodfonds te verhogen.

De positieve reactie op de financiële markten na de Top is echter niet van lange duur. Slechts enkele dagen later kondigt de Griekse premier Papandreou een referendum aan om zijn volk te consulteren over de nieuwe bezuinigingsmaatregelen. De Europese landen stoppen onmiddellijk de betalingen aan Griekenland. Alleen bij een positieve uitkomst van het referendum zal Griekenland weer geld ontvangen. Inmiddels wordt steeds vaker over een mogelijke exit van Griekenland uit de Eurozone gespeculeerd; niet alleen meer op de financiële markten, maar ook door Europese politici. Uiteindelijk komt er geen referendum, neemt de Griekse premier afscheid van zijn post en komt een technische regering onder leiding van de voormalige vicevoorzitter van de ECB, Lucas Papademos. In dezelfde periode treedt ook de Italiaanse premier Berlusconi af en komt er een technische regering onder leiding van Mario Monti. De ECB breidt haar opkoopprogramma van staatsobligaties uit naar Italiaanse en Spaanse obligaties.

Eind november interveniëren de grootste centrale banken op de interbancaire markt om vooral Europese banken toegang tot dollar-funding te geven. Pas enkele dagen later kondigt de ECB een nieuwe maatregel aan: twee 3-jaars leningen voor banken; eind december en eind februari. Op de Europese Top begin december presenteren de regeringsleiders een nieuw begrotingspact (de “Fiscal Compact”). In dit pact verplichten de landen zich tot het opnemen van een schuldenrem in hun nationale wetgeving en komen er snellere en meer automatische sancties bij het nalaten van begrotingsdiscipline. Dit pact wordt in maart 2012 officieel door 25 van de 27 Europese landen ondertekend.

In december treedt ook het zogenaamde “six pack” in werking. Dit six pack is de uiteindelijke uitwerking van de voorstellen van de Top in maart. Er kunnen nu officiële procedures worden gestart tegen landen waar de schuldratio boven 60% van het BBP staat en maar onvoldoende daalt. Bovendien kunnen sancties alleen met een gekwalificeerde meerderheid worden weggestemd. Ten slotte komt er een procedure tegen zogenaamde onevenwichtigheden. Landen met een hoog tekort of overschot op de lopende rekening kunnen uiteindelijk een boete oplopen.

In februari en maart 2012 komt er een definitief akkoord over het tweede Griekse reddingspakket. Particuliere schuldeisers stemmen in met een vrijwillig onmiddellijk verlies van 53.5%. Schuldeisers die niet hadden ingestemd worden via de zogenaamde collective action clauses gedwongen om mee te doen. De schuldstructurering in Griekenland is niet meer vrijwillig en leidt tot een schuldreductie van rond de 107 miljard euro. Na de afgeronde herstructurering geven de Eurozone landen groen licht voor het tweede reddingspakket van 130 miljard euro voor Griekenland. Van de 130 miljard betaalt het IMF 18 miljard euro. De regeringsleiders beslissen ook om het permanente noodfonds, het ESM, al in de zomer van 2012 van start te laten gaan. Alleen landen, die de Fiscal Compact hebben ondertekend, kunnen aanspraak maken op geld uit het noodfonds.

III. KASBEHEER IN 2011

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 evolutie van de zichtrekening.

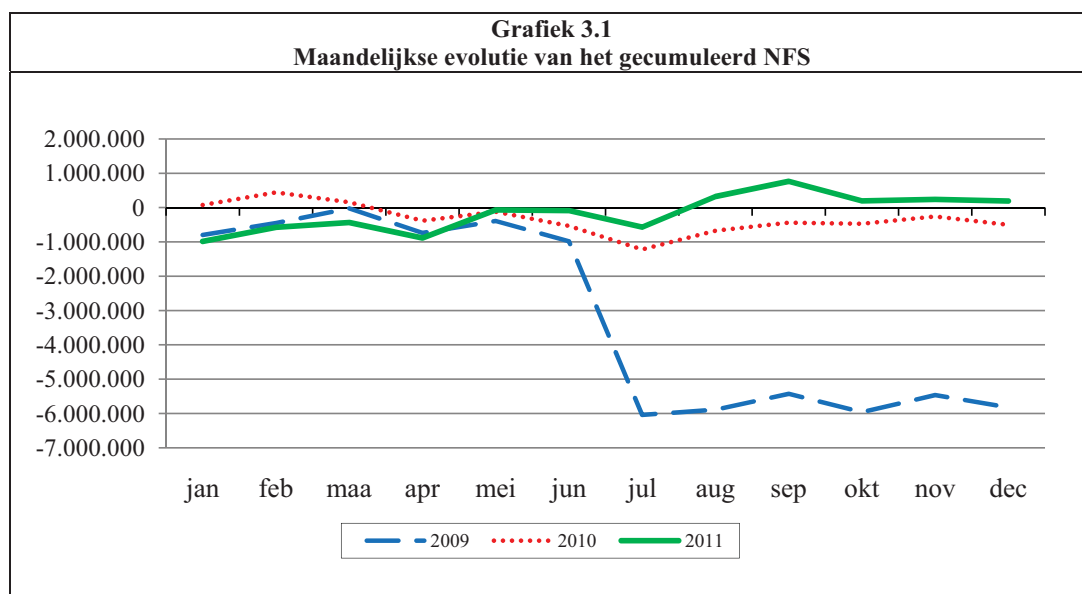
Tabel 3.1 Netto te financieren saldo, schuld- en kasevolutie in 2011 (in duizend euro)								
	(1) Netto te financieren saldo (NFS) per maand	Directe schuld				Zichtrekening		
		(2) Aflossingen	(3a) Opnames	(3b) Opnames	(4) Directe schuld (excl. ZR)	(5)	(6)	(7)
		directe schuld Titel III en BCP (incl. IF)	directe schuld en BCP (excl. overnames)	Overname schuld: IF + Gem. Holding	overdracht '10 + saldo '11 + 2 + 3a + 3b	Kas na Bruto te Financieren saldo (BFS) (7 + 1 + 2 + 3a)	Beleggingen Transfers CFO CFO-intrestrek.	Zichtrekening (ZR) (5) + (6)
Overdracht einde 2010					5.572.734			-1.035.963
jan-11	-985.704	-32	399.446	0	5.972.148	-1.622.253	252.698	-1.369.555
feb-11	409.711	-597.969	548.998	0	5.923.177	-1.008.816	-156.695	-1.165.511
mrt-11	141.985	-149.923	149.896	821	5.923.972	-1.023.552	-94.958	-1.118.510
apr-11	-450.829	-350.502	399.034	0	5.972.504	-1.520.807	103.261	-1.417.546
mei-11	818.419	-551.764	597.716	0	6.018.455	-553.175	-147.931	-701.106
jun-11	-21.668	-18	0	0	6.018.438	-722.791	-25.759	-748.551
jul-11	-482.679	-229.369	0	8	5.789.077	-1.460.599	229.942	-1.230.657
aug-11	892.569	-195.390	0	0	5.593.687	-533.477	-197.158	-730.635
sep-11	443.576	-26	0	0	5.593.661	-287.085	-93.444	-380.529
okt-11	-569.413	-17.894	0	0	5.575.767	-967.836	82.719	-885.117
nov-11	44.685	-202.326	221.052	0	5.594.494	-821.705	-933	-822.638
dec-11	-51.383	-30	0	222.647	5.817.111	-874.051	42.882	-831.170
Totaal 2011	189.269	-2.295.242	2.316.143	223.477				

De Vlaamse Regering had in haar Regeerakkoord aangekondigd dat ze in het jaar 2011 haar begroting in evenwicht zou afsluiten. De begroting is afgesloten met een licht overschot. Deze positieve cijfers zijn ook tot uiting gekomen in de financiële cijfers van de Vlaamse overheid. Zo is het netto te financieren saldo in het jaar 2011 positief geëindigd op 189,27 miljoen euro.

De schuldevolutie heeft in extremis deze positieve trend niet gevolgd. Dit is volledig te wijten aan de vrijwillige vereffening van de Gemeentelijke Holding. De Vlaamse overheid is in de eindregeling terzake ten bedrage van de door haar verstrekte waarborg, ad 225 miljoen euro, tussengekomen. In deze vereffening heeft de Vlaamse overheid ook afstand gedaan van een belegging in Commercial Paper van de Gemeentelijke Holding van bijna 40 miljoen euro.

3.2. Het netto te financieren saldo

De onderstaande grafiek geeft voor 2009-2011 het maandelijks 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 voor de vergelijkbaarheid elk jaar de aanvangspositie terug op nul wordt gezet.



Dezelfde evolutie in cijfers geeft het volgende resultaat.

Tabel 3.2												
Evolutie van het NFS in 2011 vs 2010 (in miljoen euro)												
	jan	feb	mrt	apr	mei	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec
2010												
NFS maand	75	367	-288	-538	265	-416	-684	544	234	-32	212	-240
NFS cumul van het jaar	75	443	155	-383	-118	-534	-1.219	-674	-441	-473	-261	-502
2011												
NFS maand	-986	410	142	-451	818	-22	-483	893	444	-569	45	-51
NFS cumul van het jaar	-986	-576	-434	-885	-66	-88	-571	322	765	196	241	189
Verschillen '10 – '11												
NFS maand	-1.061	42	430	87	554	395	202	348	210	-537	-167	189
NFS cumul van het jaar	-1.061	-1.019	-589	-502	52	446	648	996	1.206	669	502	691

Het netto te financieren saldo (NFS) begon eind januari 2011 meer dan één miljard euro lager dan in 2010. In 2010 was het saldo in januari voor een bedrag van 500 miljoen euro positief beïnvloed door de terugstorting van de dotatie 2009 aan het Vlaams Egalisatiefonds – Vlaams Pensioenfonds. De andere reden voor deze traditionele, heden nog “slechtere” januari-maand was te wijten aan inkomsten die later zijn ontvangen (bijv. Europese landbouwsubsidies) en uitgaven die vroeger zijn uitbetaald (bijv. de dotatie aan het Vlaams Zorgfonds).

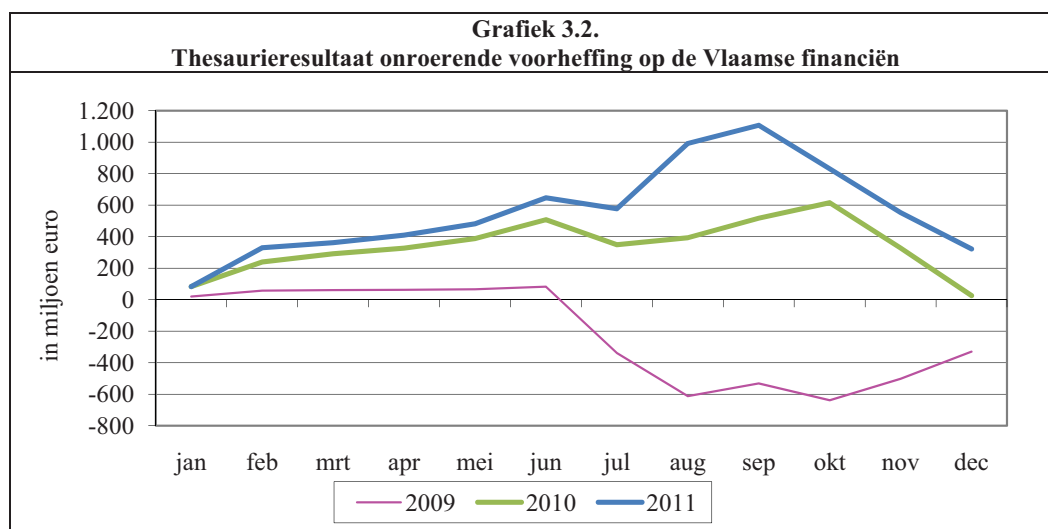
In de andere maanden van het jaar 2011 was het NFS, op de maanden oktober en november na steeds beter dan in het vorige jaar. In de eerste jaarhelft had het NFS het resultaat van de maand januari bijna volledig weggewerkt. Deze snelle positieve ommekeer was mogelijk onder impuls van de hogere inkomsten uit een snellere inning van de onroerende voorheffing.

Verder valt de sterke maand mei op. Deze sterke prestatie is volledig toe te schrijven aan de ontvangstenzijde. Enerzijds heeft de Vlaamse overheid eind mei het eerste dividend ontvangen van KBC (298 miljoen euro). Anderzijds was mei 2011 ook voor de traditionele ontvangsten uit gewestbelastingen uitzonderlijk goed met 138 miljoen euro meer ontvangsten dan in dezelfde maand in 2010.

Op het einde van het jaar 2011 heeft de Vlaamse overheid een positief NFS van 189 miljoen euro. De inspanningen van de voorbije jaren om versneld tot een begroting in evenwicht te komen in ESR-termen, vertalen zich dus ook in het NFS.

Duidelijk zichtbaar op de bovenstaande grafiek is de doorstorting van de dotatieschijven aan de gemeenten en provincies vanuit het Gemeente- en Provinciefonds in januari, april, juli en oktober. In deze maanden is er traditioneel een negatief NFS daar de uitgaven groter zijn dan de inkomsten.

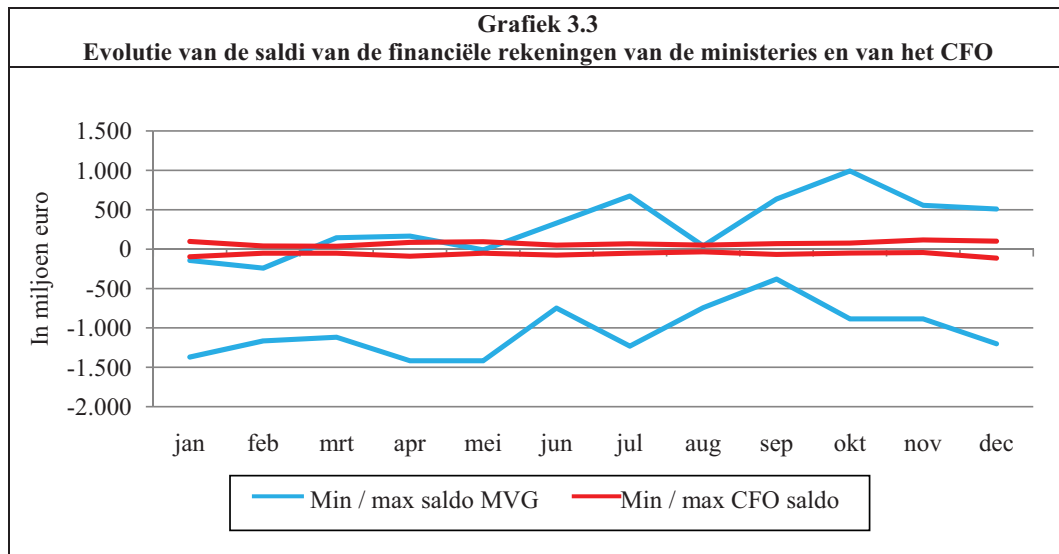
Overeenkomstig de vorige jaren heeft het resultaat van de thesaurieverrichtingen van de opcentiemen op onroerende voorheffing (OV), voor rekening van de gemeenten en provincies, ook in 2011 een belangrijke rol gespeeld in de evolutie van het NFS, vanaf aanvang van het tweede semester. De thesaurieverrichtingen van de opcentiemen OV bestaan uit twee gedeelten : enerzijds de effectief gerealiseerde ontvangsten van deze opcentiemen (die het thesaurieresultaat positief beïnvloeden) en anderzijds de doorstorting volgens een vaste kalender van de begrote ontvangsten naar de gemeenten en provincies, dewelke het thesaurieresultaat negatief beïnvloeden. Vermits in het jaar, volgend op de incohiering, het verschil tussen begrote opbrengst en effectieve realisatie wordt bijgestort (of teruggenomen), wordt het thesaurie-resultaat niet beïnvloed - tenminste niet op lange termijn - door de ontvangsten en doorstorting van deze opcentiemen. Maar het beïnvloedt wel degelijk het thesaurieresultaat in het jaar van inning. Immers, tengevolge van deze werkwijze heeft de Vlaamse Gemeenschap bewust het financieringsrisico van deze inning, die zij voor rekening van de lokale besturen uitvoert, op zich genomen. Dit is zeer duidelijk te zien op de onderstaande grafiek : in 2009 kwamen de ontvangsten OV (tengevolge van de voordien genomen beslissing tot eigen inning) zeer slecht op gang en diende de Vlaamse Gemeenschap zich voor meer dan 600 mln € bijkomend te financieren, om haar verplichtingen t.a.v. de lokale besturen te kunnen honoreren. In 2010 en zeker in 2011 leverde de versnelde inning daarentegen een tijdelijk excedent op voor de Vlaamse Overheid : de inkomsten kwamen immers sneller binnen, terwijl de doorstortingen volgens zes maandelijks, gelijke vaste schijven verlopen.



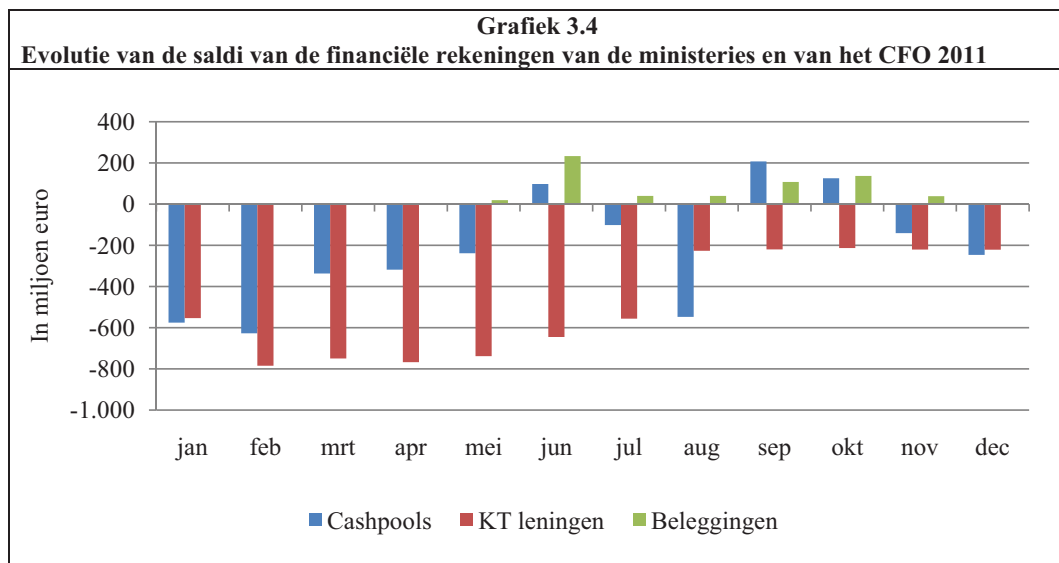
3.3. De cashpools van de Vlaamse overheid

De Vlaamse overheid heeft haar financiële rekeningen ondergebracht in twee cashpools, één voor de ministeries en één voor de entiteiten met rechtspersoonlijkheid. De cashpool van de Vlaamse entiteiten met rechtspersoonlijkheid wordt ook het Centraal Financieringsorgaan, of kortweg het CFO, genoemd. Financiële rekeningen poolen heeft het grote voordeel dat de intresten worden berekend op het saldo van de onderliggende rekeningen. Hierdoor kan de Vlaamse overheid haar kasbeheer en haar intresten optimaliseren. Aan beide cashpools is een kasfaciliteit gekoppeld. De Vlaamse overheid beschikt bijgevolg over twee kasfaciliteiten. In 2011 kon ze tot 1,5 miljard euro in deficit gaan bij haar kassier van de Vlaamse ministeries, Dexia (thans Belfius). Bij de kassier van het CFO, KBC, kon ze tot 0,5 miljard euro onder nul gaan. Het kaskrediet van de Vlaamse ministeries is net als in de voorbije jaren intensief gebruikt in 2011. Op het kaskrediet van het CFO werd in 2011 enkel maar een beroep gedaan indien nodig om het kasfaciliteit van de ministeries aan te vullen. Via het sneller of trager doorstorten van toegekende dotaties, kan de Vlaamse overheid haar kasbeheer optimaliseren zonder de resultaten van de entiteiten te beïnvloeden (zie infra punt 3.5). Het doel is om het saldo van het CFO rond het nulsaldo te laten fluctueren. Onderstaande grafiek maakt dit duidelijk. Ze toont de band aan waarbinnen het boekhoudkundig saldo van de twee cashpools fluctueren.

Ten tweede illustreert de grafiek de maximale bedragen dat de Vlaamse overheid maandelijks heeft getrokken op haar kredietlijnen. Deze kredietlijnen werden gebruikt gedurende het hele jaar. De grootste bewegingen op de rekening gebeuren op de eerste en de laatste werkdag van de maand. Op de eerste werkdag ontvangt de Vlaamse overheid haar deel van de samengevoegde en gedeelde belastingen vanuit de federale overheid. Op de laatste werkdag van de maand ontvangt ze de door de federale overheid geïnde Vlaamse gewestbelastingen, zoals de successie- en registratierechten. Daarnaast betaalt de Vlaamse overheid op deze dag de lonen van haar ambtenaren en van de onderwijzend korps.



De gemiddelde kaspositie van de Vlaamse overheid is in onderstaande grafiek weergegeven. De kaspositie bestaat uit drie componenten: de financiële rekeningen (zie supra), de korte termijnleningen (i.c. BCP, zie ook hoofdstuk Schuldbeheer) en de beleggingen van de Vlaamse overheid. Uit deze grafiek kunnen we goed aflezen dat de kaspositie over het jaar 2011 in grote mate is verbeterd. Zo is het beroep op de kasfaciliteiten en korte termijn-leningen afgenomen. Bovendien heeft de Vlaamse overheid in 2011 op verschillende ogenblikken gelden kunnen beleggen.



3.4. Beleggen van de kasoverschotten

De Vlaamse overheid belegt op basis van haar kasvooruitzichten. Wanneer het geraamde gemiddelde saldo op haar rekeningen positief is voor een bepaalde periode, weegt de bevoegde dienst de intrestvoorwaarden af van risicoloze beleggingen tegenover het aanhouden van de liquiditeiten op rekening. Hiervoor informeert ze steeds bij alle banken waarmee een bankierscontract is ondertekend naar de voorwaarden. Zoals uit bovenstaande tabel blijkt, beschikte de Vlaamse overheid in de tweede jaarhelft over voldoende liquiditeiten. Hierdoor kon ze liquiditeiten plaatsen op korte termijn en zo haar kasbeheer optimaliseren met beleggingsopbrengsten. In onderstaande tabel zijn de beleggingen van het jaar 2011 weergegeven.

Tabel 3.3 Overzicht van de beleggingen in het jaar 2011 (in euro)					
Initieel bedrag	Uitgifte prijs	Begindatum	Einddatum	Intrest (in %)	product
40.000.000	39.853.256	17/05/11	18/07/11	2,1380	CP Gem. Holding
350.000.000	349.846.262	1/06/11	15/06/11	1,1300	CP Franse Gem.
30.000.000	29.971.527	1/06/11	1/07/11	1,1400	CP RSZ
40.000.000	39.881.651	18/07/11	1/09/11	2,3740	CP Gem. Holding
69.000.000	68.926.153	1/09/11	30/09/11	1,3300	CP Waals Gewest
40.000.000	39.967.298	1/09/11	15/09/11	2,1040	CP Gem. Holding
40.000.000	39.965.147	15/09/11	30/09/11	2,0930	CP Gem. Holding
100.000.000	99.887.322	30/09/11	31/10/11	1,3100	CP Waals Gewest
40.000.000	39.843.170	30/09/11	30/11/11	2,3230	CP Gem. Holding
500.000	499.795	3/10/11	10/10/11	2,1080	CP Gem. Holding
40.000.000	39.981.678	30/11/11	9/12/11	1,8330	CP Gem. Holding

Het rendement dat is gehaald op de beleggingen kan worden opgesplitst in de beleggingen op commercial paper van de Gemeentelijke Holding en de rest. Zo was de marge boven Euribor voor de beleggingen in papier van de Gemeentelijke Holding meestal + 90 basispunten. Voor de andere beleggingen fluctueerde de marge tussen -2 à -5 basispunten. De gemiddelde belegging van de Vlaamse overheid in 2011 was een belegging van 71,8 miljoen euro voor een looptijd van 29 dagen aan een netto-rentevoet 1,617%.

Ingevolge de vrijwillige vereffening van de Gemeentelijke Holding is de Vlaamse overheid in de eindregeling akkoord gegaan om haar laatste belegging in commercial paper van de Gemeentelijke Holding op te geven. Rekening houdend met dit verlies is er in 2011 geen opbrengst te noteren op beleggingen, maar een uitzonderlijk verlies. De aankoopwaarde van deze laatste belegging was 39.982 duizend euro. De gerealiseerde opbrengsten op deze beleggingen bedroegen 793 duizend euro.

3.5. Het Centraal Financieringsorgaan (CFO)

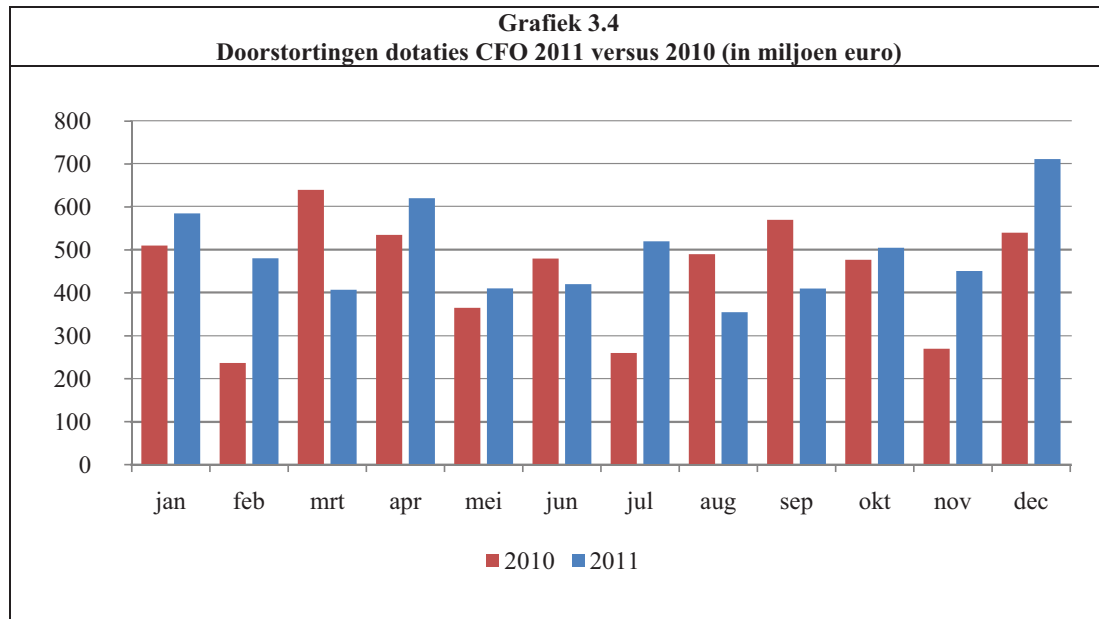
3.5.1 De doorstortingen naar de instellingen

Het Centraal Financieringsorgaan (CFO) is een cashpool van alle rekeningen van de instellingen van de Vlaamse overheid. De instellingen zijn decretaal verplicht om toe te treden tot deze cashpool. De verplichting komt voor uit hun statuut (bijvoorbeeld intern verzelfstandigde agentschappen met

rechtspersoonlijkheid en extern verzelfstandigde agentschappen naar publiek recht) en niet in het feit of ze behoren tot de consolidatiekring van de Vlaamse overheid.

Het doel waarvoor het Centraal Financieringsorgaan is opgericht, is intrestoptimalisatie en het mobiliseren van eventuele reserves. Via het centraliseren van de opgebouwde kasoverschotten bij de verschillende agentschappen en het ter beschikking stellen van de benodigde financiële middelen, kan de Vlaamse overheid haar nood aan externe financiering beperken. Indien ze dit niet zou doen, zouden enkele agentschappen en de Vlaamse ministeries moeten gaan lenen, terwijl andere agentschappen belangrijke sommen kunnen beleggen. Het renteverskil tussen de belegde en ontleende bedragen zou voor de Vlaamse overheid een extra kost betekenen. Grote kasoverschotten aanhouden bij de agentschappen is bijgevolg niet gewenst. De invloed van de agentschappen op het kassaldo van de Vlaamse ministeries moet derhalve worden begrensd tot hun behoefte. Hierdoor ontvangen de leden van de cashpool hun dotaties pas kasmatig op hun financiële rekening wanneer de kaspositie van de gehele cashpool dit vereist. Boekhoudkundig mag het agentschap wel een vordering inschrijven op de Vlaamse overheid vanaf de datum van de ondertekening van het ministeriële dotatiebesluit.

De noodzaak van doorstorten wordt opgevolgd via kasramingen die de aangesloten instellingen verplicht zijn om door te sturen. Hieronder zijn de doorstorting van de jaren 2010 en 2011 schematisch weergegeven. In vergelijking met vorig jaar, toen de doorstorting in vergelijking met het jaar 2009 licht waren gedaald, zijn de doorstorting in 2011 gestegen van 5,37 tot 5,88 miljard euro.



3.6. Het kassierscontract

Reeds verschillende jaren zijn de kassiers van de Vlaamse overheid dezelfde. Zo is Dexia sinds 1991 de kassier van de Vlaamse ministeries en heeft KBC in 1999 het kassiersmandaat van het CFO overgenomen van de toenmalige ASLK.

Het bestek voor de twee kassiersfuncties voor de periode 2012 – 2016 was in grote mate gelijk aan het vorige bestek zoals uitgeschreven in 2008. De grootste wijziging was de hoogte van de kredietlijnen. De bestaande kredietlijnen (1,5 miljard euro voor de Vlaamse ministeries en 0,5 miljard euro voor het CFO) zijn met de helft verhoogd. Alle financiële instellingen met een vergunning van de CBFA konden deelnemen aan de overheidsopdracht op voorwaarde dat zij kantoren hebben in de Vlaamse centrumsteden. Bovendien dienden ze verplicht de gevraagde kredietlijn aan te bieden.

De Vlaamse Regering heeft midden december 2011 haar goedkeuring gegeven aan de gunning van het kassierscontract. Hierdoor wordt ING de kassier van de Vlaamse overheid vanaf 1 februari 2012, zowel voor de Vlaamse ministeries als het CFO, met een overgangsperiode van 6 maanden. Het huidige kassiersmandaat loopt voor een periode van 4 jaar zonder verlengingsmogelijkheid.

IV. SCHULDBEHEER IN 2011

4.1. Voorwoord

Voor het jaar 2011 was een lichte groei voorspeld van de schuld van de Vlaamse overheid. Het Vlaamse Regeerakkoord stelt immers dat ze vanaf 2011 streeft naar een begroting in ESR-termen in evenwicht. Dit betekent dat de Vlaamse overheid haar uitgaven afstemt op haar ontvangsten met uitzondering van kapitaalparticipaties (die geen ESR-impact hebben, maar wel een financiële impact). Aangezien in de begroting een budget was voorzien voor kapitaalparticipaties, dient de Vlaamse overheid voor de kasimpact van deze participaties te lenen.

Niettemin heeft de Vlaamse overheid deze schuldaangroei kunnen beperken. De Vlaamse overheid had zelfs haar schuld nominaal kunnen verminderen, ware het niet dat midden december leningen van de Gemeentelijke Holding werden overgenomen in het kader van de vrijwillige vereffening van dit bedrijf.

Tabel 4.1
Evolutie van de uitstaande directe schuld van de Vlaamse Gemeenschap
(in duizend euro)

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011
Lange termijn schuld	5.000.000	5.173.638	5.596.058
Middelkorte schuld	424.422	399.096	221.052
Investeringsfonds	739	0	0
Zichtrekening ministeries	681.745	1.035.963	831.170
CFO-intrestrekening	0	1	8
Waarborgrekening	-1.490	-1.490	-1.490
Beleggingen	0	0	0
Beleggingen Europese gelden	-28.644	-24.791	-30.174
	6.076.771	6.582.417	6.616.624

De beperkte nominale schuldaangroei is nog sterker als we deze vergelijken met de stijging van de geconsolideerde inkomsten van de Vlaamse overheid. Deze verhouding, de directe schuldgraad – zijnde de directe schuld ten opzichte van de geconsolideerde ontvangsten –, is in 2011 zelfs gedaald. In 2010 bedroegen de geconsolideerde ontvangsten van de Vlaamse overheid 24.131 miljoen euro. In 2011 worden de geconsolideerde ontvangsten vandaag geraamd op 25.996 miljoen euro. Op basis van deze cijfers daalt de directe schuldgraad van 27% tot 25%.

4.2. De lange termijnschuld

4.2.1 Het EMTN-programma

In het jaar 2009 heeft de Vlaamse overheid een Euro Mid Term Note programma (= EMTN) van 10 miljard euro opgezet. Via dergelijk programma kan de Vlaamse overheid op de internationale financiële markten, wanneer nodig, schuld papier uitgeven voor een maximum uitstaand bedrag van 10 miljard euro, en zodoende de benodigde financiële middelen ophalen.

Begin 2011 werd de behoefte aan externe financiering geraamd op ongeveer 400 miljoen euro. Deze inschatting is gelijk aan de ingeschatte benodigde kasmiddelen voor het financieren van de participaties. Gelet op een opportuniteit begin maart is via private placement een deel van dit bedrag opgehaald. Bij een private placement wordt aan alle dealers van het EMTN-programma gevraagd of ze interesse hebben in een private placement van en tegen welke voorwaarden. Het voordeel van dergelijke private EMTN-placements ten opzichte van publieke uitgiftes is de kostprijs. Doordat onder meer het gezochte bedrag lager ligt kan de marge en dus de rentevoet ten opzichte van publieke uitgiftes worden gedrukt. Bijkomend dienen er veelal geen fees te worden betaald aan de dealers.

Met een eerste belangrijke eindvervaldag begin 2012 van 1,25 miljard euro in zicht, werd een nieuwe overheidsopdracht gelanceerd voor het aanduiden van dealers op het EMTN-programma voor de periode december 2011 tot en met maart 2012. Dankzij de goede kasresultaten en het vooruitzicht van de verruimde kasfaciliteiten was de Vlaamse overheid niet verplicht om extra geld op te halen. In december 2011 heeft ze geen extra uitgiftes meer gedaan. Bovendien bleek dat de kasimpact van de participaties beperkt zou blijven tot ongeveer 200 miljoen, een bedrag dat reeds was opgehaald.

Ook in 2011 heeft de Vlaamse overheid er voor geopteerd om haar uitgiftes op lange termijn te financieren aan een vaste rentevoet voor de volledige periode. De EMTN-uitgiftes van de Vlaamse overheid zijn, zoals gebruikelijk voor het product, uitgiftes waarbij het kapitaal pas op eindvervaldag moet worden afgelost.

Tabel 4.2
Overzicht van de uitgiftes op het EMTN-programma op 31/12/2011 (in euro)

	Nominaal bedrag	intrestvoet	Begin	eind
2009				
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
	5.000.000.000			
2010				
Private Placement 3	30.000.000	3,65%	10/03/2010	10/03/2020
Private Placement 4	140.000.000	3,1155%	18/08/2010	18/08/2020
	170.000.000			
2011				
Private Placement 5	200.000.000	3,3320%	12/05/2011	12/05/2015
	200.000.000			
TOTAAL	5.370.000.000			

Zoals kan opgemerkt worden, heeft de Vlaamse Gemeenschap kunnen vermijden, om op te nemen in het tweede semester van 2011, op het ogenblik van de rentehausse.

4.2.2 De Vismijn Oostende

Midden 2009 besliste de Vlaamse Regering haar goedkeuring te geven aan de overdracht van de uitstaande schuld van de Stad Oostende inzake het beheer en de exploitatie van de gronden bestemd voor vismijn- en havenactiviteiten en deze palend aan de vissershaven.²

Concreet heeft het Vlaamse Gewest per 1 januari 2010 de bankleningen overgenomen die werden verstrekt aan de stad Oostende. Dit op voorwaarde dat de authentieke akte betreffende de “Overeenkomst tot gedeeltelijke beëindiging van de overeenkomst van 5-12 augustus 1912 met betrekking tot de vissershaven te Oostende en beëindiging van recht en erfpacht toegekend op een bestuurgebouw” tussen de stad Oostende, het Vlaamse Gewest en het AGHO werd verleden vóór 1 januari 2010. Deze overname is gebeurd met het oogmerk de Stad Oostende te bevrijden van deze schulden ten overstaan van de desbetreffende kredietinstellingen ten belope van het uitstaande saldo op 1 januari 2010, m.n. 3.854.891,94 euro.

De leningen zijn opgenomen in de directe schuld van de Vlaamse overheid.

Tabel 4.3 Overzicht overgenomen leningen Vismijn Oostende (in euro)				
Bank	Intrest- voet	Waarde op 1/01/10	Waarde op 31/12/11	Eind- vervaldag
BNP Paribas Fortis	4,06%	€ 1.397.218,50	€ 1.259.157,29	31/03/2025
BNP Paribas Fortis	3,28%	€ 150.395,42	€ 17.261,65	6/01/2012
Belfius	3,278%	€ 484.204,75	€ 436.465,77	1/07/2024
KBC	5,85%	€ 86.951,25	€ 81.673,59	15/10/2028
KBC	5,25%	€ 1.736.122,02	€ 1.616.849,42	15/10/2028
TOTAAL		€ 3.854.891,94	€ 3.411.407,72	

4.2.3 Gemeentelijke Holding

De Gemeentelijke Holding is begin december 2011 in vrijwillige vereffening gegaan. De Vlaamse overheid waarborgde, samen met de andere gewesten, leningen van deze holding. Ingevolge de vereffening en haar eindregeling heeft de Vlaamse overheid de gewaarborgde leningen geanalyseerd. Na deze analyse is besloten om de waarborg - op een klein gedeelte na - niet uit te betalen, maar de leningen over te nemen voor een totaal bedrag van 222,6 miljoen euro. De intrestvoet van deze leningen lag op dat moment namelijk lager dan de intrestvoet waaraan de Vlaamse overheid zou lenen op gelijkaardige looptijden. Hierdoor is de lange termijnschuld van de Vlaamse overheid toegenomen.³

De leningen zijn leningen aan vaste rentevoet voor de volledige duurtijd. Het betreft alle bulletleningen op één lening bij Belfius na.

De leningen zijn opgenomen in de directe schuld van de Vlaamse overheid.

² Beslissing van de Vlaamse Regering van 5 juni 2009 (VR 2009 0506 DOC.0955).

³ Beslissing van de Vlaamse Regering van 25 november 2011 (VR 2011 2511 DOC.1190).

Tabel 4.4 Overzicht overgenomen leningen Gemeentelijke Holding (in euro)					
Bank	bedrag	Vlaamse waarborg	overname leningen Vlaamse Overheid	intrest%	EVVD
Belfius	53.500.000	130.000.000	26.750.000	3,768%	15/12/2022
Belfius	50.000.000		25.000.000	3,482%	19/07/2015
Belfius	20.000.000		10.000.000	3,783%	19/07/2020
Belfius	30.000.000		15.000.000	3,656%	6/10/2020
Belfius	45.000.000		22.500.000	3,570%	20/12/2015
Belfius	50.000.000		25.000.000	4,455%	11/09/2026
Belfius	11.500.000		5.750.000	4,324%	11/09/2019
subtotaal Dexia			130.000.000		
Fortis	100.000.000	75.000.000	50.000.000	3,593%	4/04/2016
Fortis	50.000.000		25.000.000	4,065%	19/03/2021
subtotaal Fortis			75.000.000		
ING	15.000.000	20.000.000	8.823.529	3,319%	8/06/2015
ING	15.000.000		8.823.529	3,4835%	23/12/2015
cash betaling ING			2.352.941		
subtotaal ING			19.999.999		
TOTAAL			224.999.999		

4.3. De korte termijnschuld

4.3.1 Het BCP-programma

Naast de externe financiering op lange termijn beschikt de Vlaamse overheid sinds 2009 over een Belgian Commercial Paper (= BCP)-programma. Ze heeft dit toen opgezet om tijdelijke kastekorten te kunnen opvangen. Via dit programma kan de Vlaamse overheid korte termijn papier uitgeven op de Belgische markt. Een programma werd opgericht met een maximum van 1,5 miljard euro op hetzelfde moment uitstaand. In de loop van 2010 en 2011 werd het contract opnieuw aanbesteed en vernieuwd bij KBC en Dexia. Een garantie tot vaste overname was hierbij een belangrijk vereiste.

Ondertussen wordt dit programma niet enkel meer gebruikt voor het opvangen van tijdelijke kastekorten. Het BCP-programma wordt aangewend in het kader van intrestoptimalisatie. De Vlaamse overheid ijvert naar een evenwicht tussen een zo groot mogelijke zekerheid over het benodigde intrestbudget en het benutten van de (veelal) lagere korte termijnrentes. Daarom werd een voorlopige verhouding vastgesteld van 80% aan vaste rentevoet en 20% aan vlottende rentevoet.

In de eerste jaarhelft van 2011 is het programma vrij intensief gebruikt. Zo stond er in februari 800 miljoen euro open. Dit openstaand bedrag is dan vanwege de goede kasresultaten gedaald tot 221 miljoen euro op 31 december 2011.

Tabel 4.5
Overzicht korte termijn leningen van het BCP-programma in 2010 (in euro)

Uitgifte	Nominaal bedrag	intrestvoet	begin	eind	# dagen
BCP - 2011 (1)	198.873.428,12	0,716%	20/01/2011	21/02/2011	32
BCP - 2011 (2)	<u>200.572.779,98</u>	0,852%	20/01/2011	20/04/2011	90
	399.446.208,10				
BCP - 2011 (3)	190.569.387,29	0,914%	2/02/2011	2/05/2011	89
BCP - 2011 (4)	<u>208.523.662,45</u>	0,924%	2/02/2011	2/05/2011	89
	399.093.049,74				
BCP - 2011 (5)	149.905.209,94	0,813%	21/02/2011	21/03/2011	28
BCP - 2011 (6)	99.931.130,80	0,827%	21/03/2011	20/04/2011	30
	<u>49.965.149,31</u>	0,837%	21/03/2011	20/04/2011	30
	149.896.280,11				
BCP - 2011 (7)	132.567.816,66	1,106%	20/04/2011	20/05/2011	30
	19.282.067,68	1,116%	20/04/2011	20/05/2011	30
BCP - 2011 (8)	84.747.645,05	1,178%	20/04/2011	20/07/2011	91
	144.575.838,76	1,188%	20/04/2011	20/07/2011	91
BCP - 2011 (9)	<u>17.860.634,95</u>	1,535%	20/04/2011	20/10/2011	183
	399.034.003,10				
BCP - 2011 (10)	61.808.085,90	1,215%	2/05/2011	2/08/2011	92
	133.581.814,71	1,225%	2/05/2011	2/08/2011	92
BCP - 2011 (11)	<u>202.325.776,68</u>	1,619%	2/05/2011	2/11/2011	184
	397.715.677,29				
BCP - 2011 (12)	221.052.125,51	1,743%	2/11/2011	2/05/2012	182
Totaal uitgegeven 2.116.142.553,79					

De Vlaamse overheid hecht bij haar toewijzing van het dealership steeds veel belang aan de vaste overname. Dit is de belofte van de dealer om bij onvoldoende interesse vanuit de financiële markten om in te tekenen tegen de aangeboden voorwaarden, zelf in te tekenen tegen een contractueel vastgestelde prijs. De twee dealers van het programma in 2011 hadden elk afzonderlijk een vaste overname aangeboden van 500 miljoen euro. Hierdoor was de Vlaamse overheid zeker van haar financiering. Zoals u hierboven kan zien was deze vastgestelde prijs in 2011 zeer scherp. Hierdoor werden de uitgiftes maar met één basispunt verschil in de markt geplaatst.

4.3.2 Investeringsfonds van de Lokale Besturen

Via artikel 4 van het decreet van 22 juni 2005 houdende bepalingen tot begeleiding van de aanpassing van de begroting 2005, werd het debetsaldo van het Investeringsfonds van de 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 van de 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 2010 op elke eerste bankwerkdag van de maand het maximale bedrag terugbetaald.

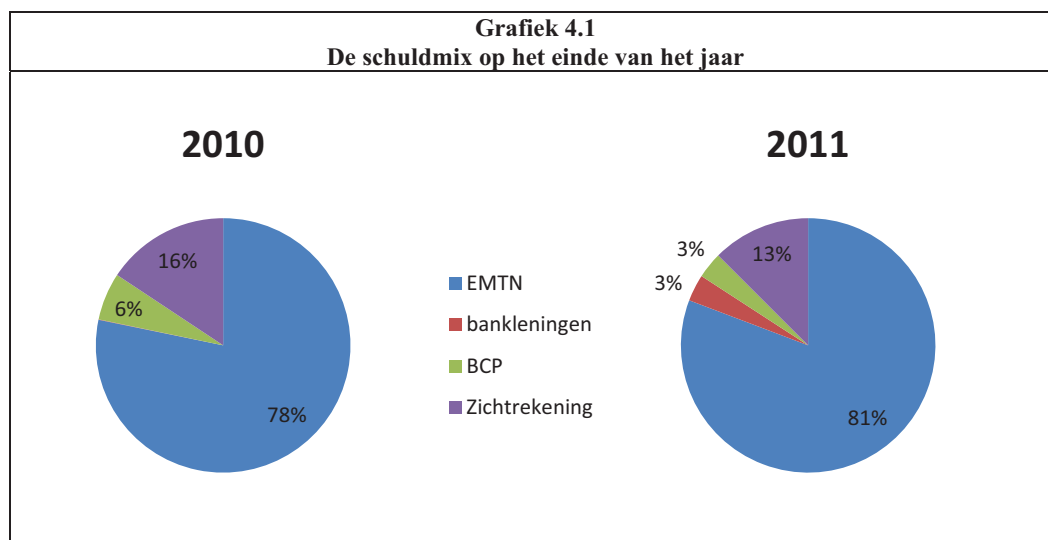
In het jaar 2011 zijn nog twee bedragen opgenomen op het investeringsfonds voor de lokale besturen. In maart werd 821,3 duizend euro opgenomen en in juli 8,4 duizend euro. Na deze opnames blijven nog slechts enkele dossiers openstaan voor opname waarvan de investering is vertraagd ingevolge juridische procedures.

4.4. Verhouding vast / vlottend

Om de verhouding vast / vlottend tussen de gebruikte schuldproducten te bepalen, maken we abstractie van de beleggingen Europese gelden en de waarborgfondsrekening uit tabel 4.1. Verder maken we in onderstaande tabel geen onderscheid tussen de bankleningen 'Vismijn Oostende' en 'Gemeentelijke Holding' en wordt de cashpool van de zichtrekeningen van de Vlaamse overheid aangevuld met het saldo op de intrestrekening van het CFO.

Tabel 4.6 Gebruikte schuldproducten (in miljoen euro)			
product	rente	2010	2011
EMTN	vast	5.170,00	5.370,00
bankleningen	vast	3,64	226,06
BCP	vlottend	399,10	221,05
Zichtrekening	vlottend	1.035,96	831,18

De onderstaande grafiek toont aan dat de Vlaamse overheid in de buurt blijft van haar doelstelling om een schuldmix te hebben van 80% vast vs 20% vlottend. Door de overname van leningen van de Gemeentelijke Holding is de verhouding licht verschoven in het voordeel van de vaste rentevoeten. Anderzijds geeft deze verhouding het voordeel dat in 2012 de aflopende EMTN-uitgiftes deels kunnen worden opgevangen via korte termijn-instrumenten zonder te ver af te wijken van de gewenste verhouding.



4.5. Rentegevoeligheid van de schuld

Onderstaande tabel bevat een overzicht van de belangrijkste kerncijfers met betrekking tot de aangegane leningen van de directe schuld. Zo geeft de gemiddelde looptijd van het resterend schuldsaldo op 31/12/2011 bijvoorbeeld aan hoelang de looptijd bedraagt die 1 euro uit de schuldportefeuille nog gemiddeld moet afleggen vooraleer hij volledig is afgelost. De resterende looptijd daarentegen betreft de duur die de lening nog te lopen heeft, rekening houdend met de begindatum en de huidige datum. Merk op dat beide looptijden bijna gelijk zijn voor de directe schuld. Dit komt doordat bij het gros van de hierin meegerekende schuld (meer bepaald EMTN en BCP) het kapitaal integraal op eindvervaldag wordt afgelost.

Tabel 4. 7 Synthese van de schuld op 31 december 2011 (EMTN, BCP & bankleningen)			
Resterend Schuldsaldo (in miljoen euro)	Gemiddelde rentevoet (Act/Act Jaarlijks)	Gemiddelde looptijd	Resterende looptijd
5 817, 11	3,22%	2 jaar en 4 maand	2 jaar en 5 maand

4.6. Evaluatie van de indirecte schuld in 2010

Met de indirecte schuld worden de leningen bedoeld die zijn aangegaan door een andere rechtspersoon waarvan de Vlaamse overheid de aflossing volledig ten laste neemt. 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 na een boekhoudkundige herschikking.

Na de vervroegde terugbetaling van de lening van het Ballet van Vlaanderen in 2009 is de enige overblijvende lening in de indirecte schuld voor het jaar 2011 een lening van De Lijn. De Vlaamse overheid draagt de aflossingen volledig via de dotaties aan De Lijn.

Gedurende het afgelopen jaar werd er voor 168.058,80 euro aan kapitaal afgelost zodat het uitstaand bedrag aan indirecte schuld op 31 december 2011 nog 2,5 miljoen euro bedroeg.

Tabel 4.8 Samenstelling Indirecte schuld op 31/12/11 (in duizend euro)	
Instelling	Bedrag
V.V.M.	2.535,2
Totaal	2.535,2

4.7. Aflossingen en toekomstige schuldverwachtingen

In het Regeerakkoord wordt er vanaf het jaar 2011 uitgegaan van een begroting in evenwicht in ESR-termen. Voor het nemen van weloverwogen participaties mag externe financiering worden aangewend. Dit betekent dat het schuldniveau vanaf 2011 niet meer mag toenemen dan met de financieringsbehoeftes van de genomen participaties, de zogenaamde ESR-8 uitgaven. Jaarlijkse afwijkingen zijn weliswaar nog steeds mogelijk. Want vooreerst kunnen de begrotingsresultaten licht afwijken. Bovendien kunnen derdegelden de kas, en daarbij horend de schuld, beïnvloeden. Voorbeelden van deze derdegelden, zijn de geïnde opcentiemen voor de steden en gemeenten van de onroerende voorheffing of de Europese landbouwsubsidies.

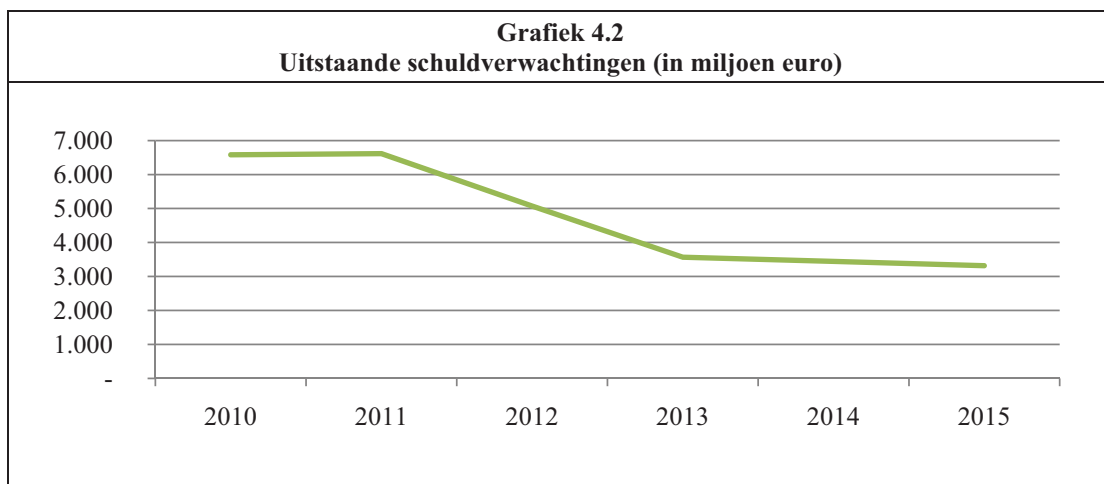
De Vlaamse Regering heeft haar budget voor participaties vastgelegd in het Regeerakkoord. Tijdens afgelopen begrotingsrondes heeft ze haar budget reeds twee maal verhoogd. Zie onderstaande tabel. De belangrijkste ESR-8 budgetten die de Vlaamse Regering heeft gereserveerd zijn voor het Vlaams Energiebedrijf (200 miljoen euro), het nieuwe Arkimedesfonds (100 miljoen euro) en het TINA-fonds (100 miljoen euro).

Tabel 4.9 Ingeschreven budget voor ESR-8 uitgaven			
Budget	2010	2011	2012
Initieel	300	300	200
Verhoogd	440	330	200

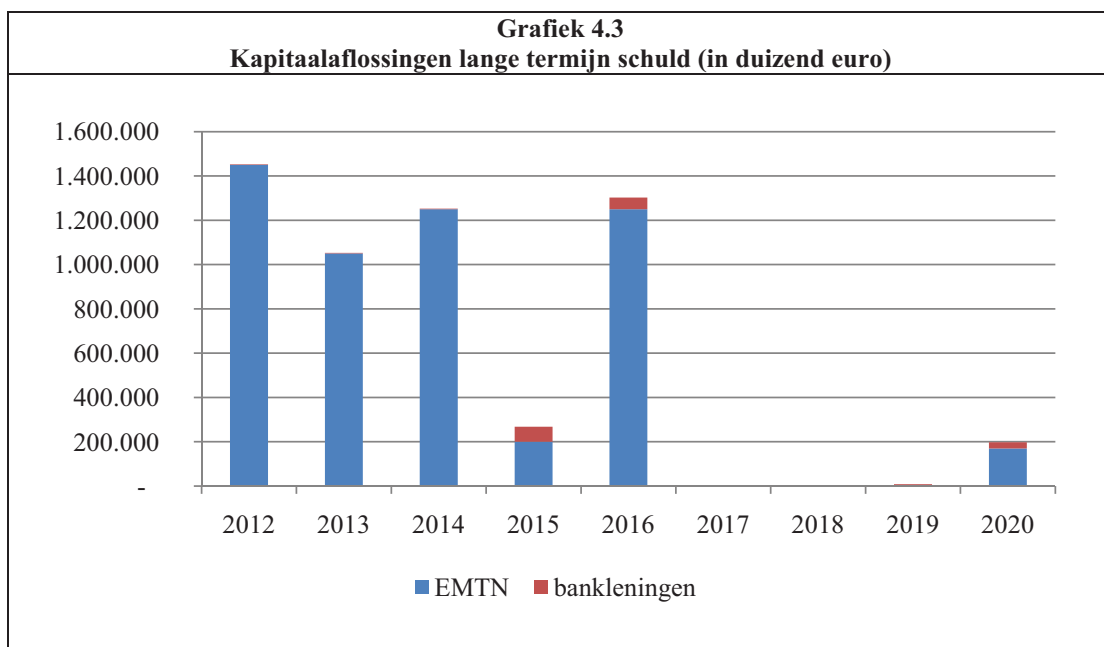
Op basis van betaalkalenders opgenomen in de beslissingen van de Vlaamse Regering, de reeds uitgevoerde betalingen van de voorbije jaren en prognoses, is de financieringsbehoefte van deze uitgaven ingeschat op ongeveer 180 miljoen euro in 2012, 220 miljoen euro in 2013 en 100 miljoen euro in 2013 en 2014.

De directe schuldpositie van de Vlaamse Gemeenschap zal in de volgende jaren ontegensprekelijk naast de begroting sterk worden beïnvloed door de recuperatie van de staatsteun verleend aan de financiële instellingen en in het bijzonder de inbreng in KBC van 3,5 miljard euro. Er is heden nog geen zekerheid inzake het terugbetalingsschema van KBC. De Vlaamse overheid blijft de situatie nauw opvolgen. Voor het inschatten van de toekomstige schuldsituatie wordt vooralsnog met het uitgestippelde scenario gerekend. Dit houdt in dat KBC in 2012 en 2013 de Vlaamse overheid 1,15 miljard euro kapitaal terugbetaalt. In de jaren daaropvolgend houden we rekening met een terugbetaling van kapitaal a rato van 150 miljoen euro per jaar tot de volledige som is terugbetaald. De premie van 50% die KBC extra dient te betalen zal ook volledig worden aangewend voor schuldvermindering.

Mogelijke herfinancieringen, de verhouding vast / vlottend zal in grote mate afhangen van het zich realiseren van de bovenstaande hypothesen of van de verwachting hiervan.



Naast de determinanten voor de evolutie van de schuldpositie van de Vlaamse overheid, zijn ook de kapitaalsaflossingen bepalend voor het schuldbeheer in de volgende jaren. Zo komt in 2012 op het EMTN-programma 1,45 miljard euro op eindvervaldag.



4.8. Leasingschulden

Conform de E.S.R.-richtlijnen dient in dit rapport een overzicht te worden gegeven van de evolutie van de leasingschulden. In 2010 werden geen nieuwe leasingoperaties in de zin van schuld afgesloten. De bestaande leasingschulden, waarvan het uitstaand schuldbedrag voor eind 2008, 2009 en 2010 terug te vinden is in tabel 4.3, betreft het Instituut voor Natuurbehoud en Mina-raad te Anderlecht.

Tabel 4.8 Uitstaande leasingschuld (in duizend euro)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Anderlecht	3.178,6	2.894,1	2.589,4	2.263,6	1.803,6
TOTAAL	3.178,6	2.894,1	2.589,4	2.263,6	1.803,6

4.9. 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, met uitzondering van de universiteiten. 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 op basis van de neergelegde jaarrekeningen bij Centrale Accounting (incl. onderwijssector).

Gezien het gaat om de zogenaamde bruto-schuld werden geen beleggingen noch globale positieve saldi in mindering gebracht. Bovendien werd er op toe gezien dat geen dubbelstellingen gebeurden. Onderstaande tabel geeft een overzicht over de periode 2008-2011.

Tabel 4.9				
Evolutie van de geconsolideerde schuld (in duizend euro)				
	2008	2009	2010	2011
Directe schuld MVG	279	5.425.161	5.572.734	5.817.111
Indirecte schuld MVG	3.830	2.864	2.703	2.535
Negatieve stand zichtrekening MVG	282.116	680.255	1.034.473	829.680
Negatieve stand C.F.O. te consolideren V.O.I.'s	0	0	0	0
Te consolideren rechtspersonen				
VLIF	174	174	174	174
FIVA	50	50	50	50
Toerisme Vlaanderen	9	3	0	0
VDAB	4.366	4.720	859	0
VRT	40	0	0	0
Kind en Gezin	4.688	3.669	2.602	1.572
BLOSO	2.710	2.633	2.445	2.272
Reproductiefonds (vereffend)	225	0	0	0
VVM	274.440	237.835	201.355	174.292
MUKHA	71	45	18	11
De Scheepvaart	4.746	4.593	4.432	4.263
BAM NV		193.170	193.170	193.170
Saldo Gesubsidieerd vrij onderwijs				
Nationaal Waarborgfonds	271.201	242.845	213.918	187.907
DIGO (systeem 1/1/89-30/09/89)	15.960	15.086	12.374	11.694
DIGO (systeem vanaf 30/09/89)	162.076	177.096	185.543	210.979
TOTAAL	1.026.981	6.990.198	7.426.850	7.435.709

4.10. Publiek Private Samenwerking

Publiek Private Samenwerking, kortweg PPS, is sinds enkele jaren een manier geworden om als overheid de nodige investeringen te kunnen realiseren zonder dat hierdoor de begrotingsdoelstellingen in het gedrang komen. In het kader van PPS of andere alternatieve financieringen dient de Vlaamse overheid, net als de andere overheden, de Europese regels te respecteren. Hierbij dienen de overheden er steeds voor te zorgen dat de risico's van de investering in voldoende mate bij de private partner worden gelegd. Indien dit correct gebeurt, worden de aangegane schulden niet beschouwd als schulden van de overheid. Wanneer de risico-overdracht door het Instituut voor de Nationale Rekeningen of door Eurostat als onvoldoende wordt beoordeeld, dan dient de schuld te worden opgenomen in de geconsolideerde schuld (zie supra, punt 4.6).

Zesmaandelijks wordt gerapporteerd aan het Vlaamse Parlement omtrent de gerealiseerde investeringen via PPS of alternatieve financiering.

V. WAARBORGBEHEER IN 2011

5.1. Een overzicht

Het totale huidige waarborgniveau verleend door de Vlaamse Gemeenschap op het eind van 2011 bedraagt 10,841 miljard euro.

Tabel 5.1					
Overzicht van de verleende waarborgen					
	2007	2008	2009	2010	2011
Waarborgen aan (lokale) overheden	1.361,99	1.443,76	1.338,76	1.231,90	1.176,56
Vlaamse Maatschappij voor Watervoorziening	88,15	87,32	75,99	105,28	143,44
IVA Kind en Gezin	3,69	2,81	1,89	0,92	0,00
EVA Vlaamse Vervoersmaatschappij De Lijn	290,06	265,20	230,95	194,22	169,87
Universiteiten (sociale sector)	42,57	38,65	34,74	30,83	26,99
Universitair Ziekenhuis Gent	20,34	38,41	53,96	71,41	69,25
Kon. Maatschap. voor Dierkunde van Antwerpen	3,00	2,50	2,00	1,50	1,00
EVA Syntra Vlaanderen	6,41	5,49	4,55	3,63	2,73
Vlaamse Radio- en Televisieomroep	0,20	0,04	0,00	0,00	0,00
Stad Antwerpen	866,52	775,69	726,38	671,80	611,61
Stad Gent	41,05	27,66	0,00	0,00	0,00
Cross Border Lease ⁴			83,3	89,81	92,74
Gemeentelijke Holding nv		200,00	125,00	62,50	0,00
FRGE					58,93
Waarborgen gedekt door activa	5.232,89	5.819,81	6.776,62	7.816,32	8.512,91
Sociale Huisvesting	653,58	878,90	1.053,48	1.250,59	1.338,85
Domus Flandria	170,93	156,20	140,17	122,75	103,80
EVA VMSW (Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen)	1.605,81	1.658,25	1.941,49	2.265,08	2.607,03
Vlaams Woningfonds cvba	1.632,19	1.899,73	1.930,28	2.187,63	2.280,37
IVA AGIO n (Ag. voor Infrastructuur in het Onderwijs)	164,42	178,04	192,18	199,79	224,00
VFBZ (bouw van ziekenhuizen)	25,15	22,50	19,85	17,20	1.550,36
IVA VIPA (Ag. voor infrastructuur van welzijnsinstellingen)	634,53	692,93	1.169,99	1.391,90	
Liefkenshoektunnel nv	153,10	140,10	136,00	140,99	134,61
Beheersmaatschappij Antwerpen Mobiel nv	193,17	193,17	193,17	193,17	193,17
Project Brabo 1 nv				47,21	80,78
Economische waarborgen	610,84	588,92	807,69	1.149,86	1.150,71
Waarborgbeheer nv	228,75	252,10	399,31	511,99	583,27
Gigant nv			125,00	342,63	298,97
Economische expansie	6,95	4,77	0,10	0,04	0,00
Scheepskredieten	0,60	0,15	0,00	0,00	0,00
FIVA (steun aan de Visserij- en Aquicultuursector)	4,42	2,83	1,76	1,32	1,05
VLIF (Vlaams Landbouwinvesteringsfonds)	207,77	169,80	125,32	110,52	89,95
VIB (Vlaams Instituut voor Biotechnologie)	6,91	6,60	6,29	5,95	5,61
I.M.E.C.	33,30	30,12	26,93	56,88	51,19
ARKimedesfonds	120,53	120,53	120,53	120,53	120,53
N.G.O.'s	1,55	1,55	1,55	0,00	0,00
DAB Waarborgfonds Microfinanciering	0,07	0,47	0,90	0,00	0,14
Rest	1,32	1,00	0,73	0,52	0,36
V.Z.W. De Gezinsbond	1,32	1,00	0,73	0,52	0,36
TOTAAL	7.207,04	7.853,48	8.923,80	10.198,61	10.840,53

⁴ Deze waarborg is verleend aan drie lokale overheden, meer bepaald de steden Sint-Niklaas en Denderdermonde en de gemeente Hamme. Het betreft een waarborg in US\$. De gehanteerde wisselkoers EUR/\$ is 1,3989.

5.2. Uit- en terugwinningen en uitzonderlijke verliezen

In de vorige jaren kon de Vlaamse overheid steeds het beperkte risico van de door haar verleende waarborgen benadrukken. Hoewel het risicoprofiel zeer laag blijft, heeft de Vlaamse overheid een uitzonderlijk verlies op haar gewaarborgde schuld in 2011.

In 2011 is de Vlaamse overheid namelijk in het kader van de eindregeling van de vereffening van de Gemeentelijke Holding tussengekomen ten belope van het gewaarborgde bedrag. De financiële gezondheid van de Gemeentelijke Holding was zeer sterk afhankelijk van Dexia. Zo rekende de Gemeentelijke Holding enerzijds op de dividenden van Dexia om de nodige liquiditeiten te ontvangen. Anderzijds bepaalde de koers van het aandeel Dexia of het eigen vermogen van de Gemeentelijke Holding negatief dan wel positief was. Toen het koersniveau van het Dexia-aandeel zakte heeft de Vlaamse overheid haar verantwoordelijkheid genomen samen met de andere gewesten en heeft ze de verleende waarborgen opgetrokken. Voor de Vlaamse overheid betekende dat de waarborg van 62,5 miljoen euro werd verhoogd tot 225 miljoen euro. Echter, toen enkele maanden later duidelijk werd dat het koersniveau van het Dexia-aandeel in de eerstkomende jaren niet meer voldoende hoog zou worden, was de financiering van de Gemeentelijke Holding niet langer houdbaar. De Vlaamse overheid heeft toen samen met de andere Gewesten en de kredietverschaffers een akkoord uitgewerkt tot vrijwillige vereffening van de Gemeentelijke Holding. In dit akkoord verklaren de gewesten zich akkoord om de leningen over te nemen.

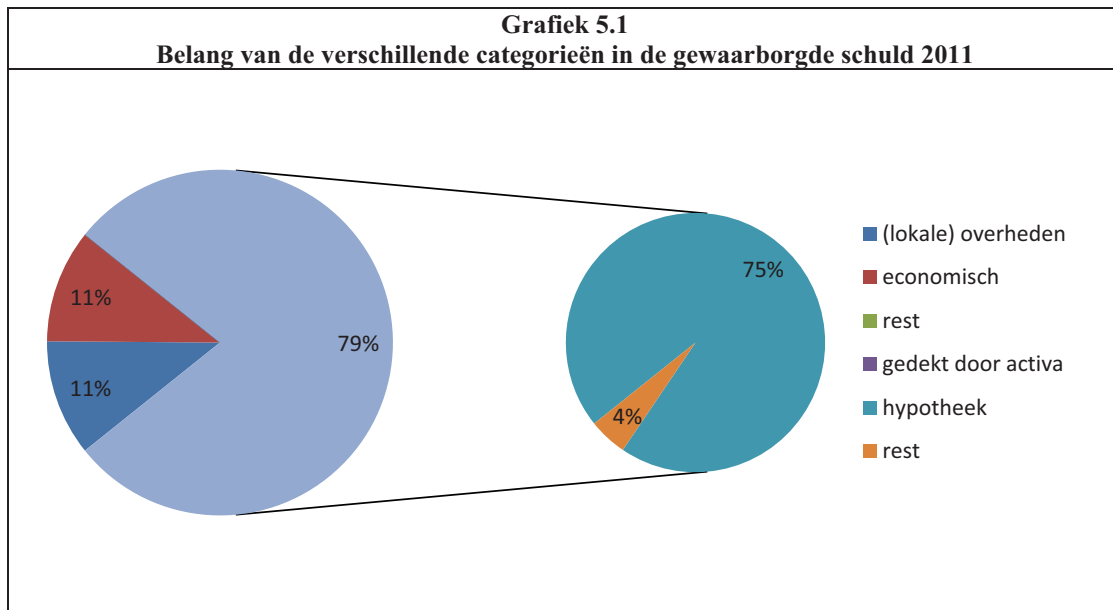
De uitwinningen bleven beperkt tot kleinere bedragen. In onderstaande tabel zijn de uitwinningen en terugwinningen weergegeven van de voorbije twee jaar. Hoewel de waarborg aan de Gemeentelijke Holding strikt genomen geen uitwinning is, wordt hij niettemin opgenomen in onderstaande tabel.

Tabel 5.2				
Uitwinningen en terugwinningen van de waarborgen in 2010 en 2011 (in miljoen euro)				
	2010		2011	
	Uitwinningen	Terugwinningen	Uitwinningen	Terugwinningen
Sociale Huisvesting	0,07	-	-	-
AGION	0,019	0,019	0,006	0,006
VLIF	1,31	0,026	1,146	1,184
Waarborgbeheer N.V.	28,109	6,111	20,244	10,424
Microfinanciering	0,3			
Gemeentelijke Holding			225	-
TOTAAL	29,808	6,156	246,396	11,614

Bij Waarborgbeheer NV merken we dat de uitgewonnen waarborgen na het crisisjaar dalen en de terugwinningen stijgen. Waarborgbeheer nv kent normaliter het grootste aantal uitwinningen. Vorig jaar is ingevolge de economische crisis van 2009 het uitwinningspercentage opgelopen tot 5,49% van de uitstaande waarborgen. Dit percentage is in 2011 terug gedaald tot 3,47%.

5.3. Het risico blijft niettemin beperkt

De lijst van de gewaarborgde schulden door het Vlaamse Gewest is divers. Deze opsomming is in de bovenstaande tabel opgedeeld in drie grote groepen. Ten eerste de gewaarborgde schulden door het Vlaamse Gewest die zijn gedekt door activa. Ten tweede de categorie van de gewestwaarborgen voor schulden van de (lokale) overheden. Tot slot kunnen we de waarborgen onderscheiden aan bedrijven ter versterking van de economie en innovatie.



De verdeling van de lijst over deze categorieën geeft een goed beeld van het risicoprofiel van de verleende waarborgen. De eerste groep is de groep van gewaarborgde (lokale) overheden. Het risico dat de Vlaamse overheid loopt op deze waarborgen is zeer beperkt. Ze zijn namelijk verstrekt aan lokale overheden of in meer of meerdere mate verzelfstandigde agentschappen van de Vlaamse overheid zelf. Deze eerste categorie wordt vooreerst gesubsidieerd vanuit de Vlaamse overheid. Bovendien heeft de Vlaamse overheid veelal een controlerende functie via regeringscommissarissen (agentschappen) of het Agentschap Binnenlands Bestuur (lokale overheden). Hierdoor kan de Vlaamse overheid de financiële situatie van deze actoren beïnvloeden en controleren.

De tweede categorie van verleende waarborgen door het Vlaamse Gewest is gedekt door onderliggende activa. Veelal beschikt de Vlaamse overheid hier over voldoende zekerheden om de uitgewonnen bedragen in substantiële mate terug te winnen. Deze zekerheid is in vele gevallen een hypotheek. Zolang de vastgoedprijzen redelijk stabiel blijven, is het risico klein. De Vlaamse Gemeenschap verleent in sommige gevallen echter ook waarborgen op de passief-zijde van vennootschappen, behorende tot de huisvestingssector) zonder directe band met hun actief. Voorzover deze maatschappijen minder professioneel zouden worden beheerd en b.v. het financieringsrisico onvoldoende hebben ingeschat en hiervoor onvoldoende geprovisioneerd, zou de Vlaamse Gemeenschap een bijkomend risico kunnen oplopen.

Een derde categorie betreft de waarborgen verleend in het kader van het economisch beleid van de Vlaamse overheid. Deze categorie is de meest risicovolle voor de Vlaamse overheid. Let wel, het waarborgpercentage betreft hier bijna nooit de volle 100% van de lening. Bijkomend zijn veelal pari passu-overeenkomsten opgemaakt met de banken of kan de waarborg pas worden uitgewonnen nadat alle (persoonlijke) zekerheden zijn benut.

5.4. De grootste componenten

5.4.1 Sociale Huisvesting

In de huisvestingssector stijgt het uitstaande bedrag aan waarborgen verder met 523 miljoen euro tot 6,2 miljard euro. Deze waarborgen zijn in tabel 5.1 onderverdeeld in de rubrieken Sociale Huisvesting,

VMSW en VWF. Er zijn twee redenen voor deze stijging. Ten eerste zijn in het Grond- en Pandendecreet ambitieuze doelstellingen geformuleerd. Om deze te behalen wordt onder andere het systeem van waarborgen ingezet door alle drie de actoren. Deze objectieven zijn in het Regeerakkoord bekrachtigd: “We willen het decreet Grond-en Pandenbeleid integraal en onverkort uitvoeren om tegen 2020 de 43.000 extra sociale huurwoningen, 21.000 extra sociale koopwoningen en 1.000 extra sociale kavels te realiseren. We zorgen daarbij voor voldoende ondersteuning van de lokale overheden.”

Ten tweede wordt sinds 2007 de financiering van de Erkende Kredietmaatschappijen (EKM's) gewaarborgd. Deze waarborgen zijn opgenomen onder de rubriek Sociale Huisvesting. Deze extra waarborg is ingevoerd om de kosten van het vreemd vermogen (= fundingskost) van de EKM's te beperken. Met dit opgehaald vreemd vermogen geven de EKM's op hun beurt sociale leningen aan particulieren voor de aankoop of renovatie van een bescheiden woning. Het Vlaamse Gewest waarborgt deze leningen van de EKM's tot 80% van de initieel geschatte verkoopwaarde van het onroerend goed. Samen met de achterliggende hypotheek leidt deze waarborg voor het Vlaamse Gewest tot weinig uitwinningen (Zie supra ‘Sociale Huisvesting’ in de tabel 5.2), tenminste voor wat het debiteurenrisico betreft. Maar er zijn niet alleen debiteurenrisico's, maar ook financieringsrisico's en operationele risico's. Indien deze onvoldoende onderkend zouden zijn en derhalve onvoldoende geprovisioneerd, is de kans op uitwinning van het gewaarborgde vreemd vermogen van een EKM weliswaar beperkt, maar zeker niet onbestaande, des te meer omdat de financierende bank gebruikelijk de inpandgeving van een overeenstemmende kredietportefeuille voor zich opeist.

De Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen (VMSW) en het Vlaams Woningfonds (VWF) zijn twee entiteiten die het sociaal woonbeleid van de Vlaamse overheid mee uitvoeren. Van deze entiteiten wordt de funding gewaarborgd. Een van de verschillen tussen beide entiteiten is hun achtergrond. VMSW is opgericht door de Vlaamse overheid. Het VWF daarentegen is privé-initiatief.

Onderstaande tabel geeft de opsplitsing van de rubriek Sociale Huisvesting.

Tabel 5.3			
Opsplitsing rubriek Sociale Huisvesting (in miljoen euro)			
	2009	2010	2011
Sociale huisvesting			
+ van EKM aan particulieren	729,51	746,40	732,90
+ Funding van EKM	320,96	502,26	604,92
+ Occhiolino	3,01	1,94	1,03
VMSW	1.941,49	2.265,08	2.607,03
VWF	1.930,28	2.187,63	2.280,37
Totaal	4.925,25	5.703,32	6.226,25

5.4.2. VIPA

In de welzijnssector verleent VIPA financiële steun aan welzijns- en gezondheidsvoorzieningen die infrastructuurwerken willen uitvoeren. Naast het subsidiëren kan VIPA ook de waarborg van het Vlaamse Gewest hechten aan de externe financiering van deze investeringen. Tot voor enkele jaren verstrekke VIPA kapitaalsubsidies ad 60% van de investeringskost. Hierdoor was de externe financiering beperkt tot maximaal 40% van de investeringskost. Sinds enkele jaren ondersteunt VIPA de investeringen van de grotere sectoren, meer bepaald ziekenhuizen en rusthuizen, niet langer via de eenmalige kapitaalssubsidie. Heden geeft ze een jaarlijkse gebruikstoelage aangevuld met een waarborg ten belope van 90% van de externe financiering. Dit betekent dat door deze alternatieve financiering het gewaarborgde bedrag aanzienlijk kan toenemen van 40% tot 90% van de

investeringskost. Onderstaande tabel geeft het stijgende belang weer van de alternatieve financiering in de uitstaande waarborgen ter ondersteuning van investeringen in de welzijns- en gezondheidssector.

Het beheer van deze waarborgen wordt verzorgd door VIPA. Belangrijk is de aandacht die zij hierbij besteden aan de terugbetalingscapaciteit van de gewaarborgde instellingen. Bij zijn aanvraag tot het bekomen van de waarborg, moet de gewaarborgde aantonen dat hij een cash-flowdekkingsratio van 1,2 heeft en in de toekomst zal blijven hebben. Deze ratio wordt bovendien jaarlijks opgevolgd, zodat tijdig maatregelen kunnen worden genomen. Indien er niettemin een waarborg zou worden afgeroepen, beschikt VIPA enerzijds over een buffer (31/12/2011: 12,60 miljoen euro) die wordt gespijsd door de betaalde waarborgpremies. Anderzijds heeft VIPA met alle betrokken financiële instellingen een pari passu-overeenkomst afgesloten. In deze overeenkomst is bepaald dat wanneer de gewestwaarborg wordt gehecht aan een lening alle zekerheden waarover een bank beschikt ten opzichte van de gewaarborgde, evenredig worden gedeeld met VIPA.

Tabel 5.4 Opsplitsing rubriek VIPA (in miljoen euro)			
	2009	2010	2011
Klassieke financiering	731,14	752,65	727,09
Alternatieve financiering	438,85	639,25	823,27
Totaal	1.169,99	1.391,90	1.550,36

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 2011 hebben de ratingbureau's de ratings van verschillende overheden en financiële instellingen naar beneden aangepast. S&P en Moody's hebben beide de kredietwaardigheid van België verlaagd en vervolgens de rating van de Vlaamse overheid evenredig aangepast.

S&P heeft reeds in januari 2011 de outlook gewijzigd van Stable naar Negative. Op 30 november heeft S&P de rating effectief verlaagd van AA+ naar AA. De outlook Negative is toen gebleven. Een week later heeft S&P de outlook van verschillende nationale overheden, waaronder België, gewijzigd naar 'on credit watch'. De outlook van de Vlaamse overheid is op 7 december samen met 35 andere entiteiten binnen de Eurozone ook gewijzigd naar 'on credit watch'. Begin 2012 is de outlook 'on credit watch' terug gewijzigd naar 'Negative'.⁵

Op 10 oktober heeft Moody's de outlook van de Vlaamse overheid verlaagd naar 'on review for downgrade' overeenkomstig dezelfde actie voor België. Ingevolge de downgrade met twee stappen van België op het einde van het jaar, is ook de Vlaamse overheid verlaagd naar Aa2. Hierdoor beschikt de Vlaamse overheid niet langer over haar Aaa. Ze behoudt evenwel bij Moody's een betere kredietwaardigheid dan de nationale overheid. België heeft namelijk Aa3 bij Moody's.

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

⁵ Negative outlook: gedurende een periode van 2 jaar en met een waarschijnlijkheid van 1/3 kan de kredietbeoordeling van de organisatie verlaagd worden.

Credit watch negative: gedurende een periode van 3 maanden en met een waarschijnlijkheid van 1/2 kan de kredietbeoordeling van de organisatie verlaagd worden.

BIJLAGEN

Bijlage 1: Rating 2011 Standard & Poors

**STANDARD
& POOR'S**

Standard & Poor's Research

December 7, 2011

Research Update:

Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications Following Sovereign Actions

Primary Credit Analyst:

Valerie Montmaur, Paris (33) 1-4420-7375; valerie_montmaur@standardandpoors.com

Secondary Contacts:

Lorenzo Pareja, Milan (39) 02-7211-1214; lorenzo_pareja@standardandpoors.com
 Mariamena Ruggiero, Milan (39) 02-72111-262; mariamena_ruggiero@standardandpoors.com
 Gianluca Minella, London (44) 20-7176-3548; gianluca_minella@standardandpoors.com
 Alejandro Rodriguez Anglada, Madrid (34) 91 788-7233; alejandro_rodriguez_anglada@standardandpoors.com
 Mehdi Fadli, Paris (33) 1 44 20 67 06; mehdi_fadli@standardandpoors.com
 Bertrand de Dianous, Paris (33) 1-4420-7371; bertrand_de_dianous@standardandpoors.com
 Alois Strasser, Frankfurt (49) 69-33-999-240; alois_strasser@standardandpoors.com
 Thomas Fischinger, Frankfurt (49) 69-33-999-243; thomas_fischinger@standardandpoors.com
 Carl Nynerod, Stockholm (46) 8-440-5919; carl_nynerod@standardandpoors.com
 Gabriel Forss, Stockholm (46) 8-440-5933; gabriel_forss@standardandpoors.com
 Ron Slomovits, Frankfurt (49) 69-33-999-245; ron_slomovits@standardandpoors.com

Table Of Contents

Overview
Rating Action
Rationale
CreditWatch
Related Criteria And Research
Ratings List

Research Update:

Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications Following Sovereign Actions

Overview

- Under our methodology applicable to local and regional governments (LRGs) and their related sovereigns, we generally cap the ratings on LRGs based on the long-term rating on the related sovereign.
- Consequently, following the placement of our ratings on eurozone sovereigns on CreditWatch with negative implications, we are also placing our ratings on 30 eurozone LRGs on CreditWatch with negative implications.
- We also are placing three Spanish LRGs with special "Foral" status, and Municipality Finance PLC and Municipal Guarantee Board on CreditWatch with negative implications.
- We expect to resolve the CreditWatch status on the LRGs, as well as Municipality Finance PLC and Municipal Guarantee Board, once the CreditWatch status on their related sovereign has been resolved. In those cases, the resolution may result in downgrades by up to two notches depending on the resolution for the related sovereigns.
- We expect to resolve the CreditWatch status of the three Spanish Foral LRGs once we assess the impact of the rising systemic issues in the eurozone on their credit standing.

Rating Action

On Dec. 7, 2011, Standard & Poor's Ratings Services placed a number of local and regional governments and public finance entities on CreditWatch with negative implications in the following countries.

Austria:

State of Tyrol

State of Upper Austria

City of Vienna (unsolicited)

Ratings on Austrian LRGs may be downgraded by one notch, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Belgium:

Region of Brussels-capital

Community of Flanders

Ratings on Belgium LRGs may be downgraded by one notch, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Finland:

Municipality Finance PLC

*Research Update: Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications
Following Sovereign Actions*

Municipal Guarantee Board

Ratings on Finnish public finance entities may be downgraded by one notch, if at all, in line with the rating on the sovereign.

France:

City of Paris

Region Ile de France

Ratings on French LRGs may be downgraded by up to two notches, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Germany:

State of Saxony

State of Bavaria

Ratings on German LRGs may be downgraded by one notch, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Italy:

City of Bologna

Region of Marches

Province of Rome

City of Rome

Region of Sicily

Region of Emilia-Romagna

Autonomous Region of Friuli-Venezia Giulia

Region of Liguria

City of Milan

City of Genoa

City of Turin

City of Florence

Region of Umbria

Region of Campania

Ratings on Italian public finance entities may be downgraded by up to two notches, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Spain (normal status regions):

Autonomous community of Aragon

Autonomous community of Galicia

Autonomous community of Canary Islands

Autonomous community of Madrid

Autonomous community of Andalusia

City of Barcelona

Province of Barcelona

Ratings on Spanish LRGs entities may be downgraded by up to two notches, if at all, in line with the rating on the sovereign.

Spain (special Foral status entities):

Although they are not capped by the sovereign rating, we are also placing on CreditWatch with negative implications the following entities:

Autonomous community of Basque Country

Autonomous community of Navarre

Research Update: Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications Following Sovereign Actions

Historical territory of Bizkaia

Ratings on special Foral status entities may be lowered as a result of rising systemic issues in the eurozone, which may prompt us to individually reassess their overall links with Spain, in the context of a potential weakening of the sovereign credit profile.

Rationale

In accordance with our methodology applicable to LRGs and their related sovereigns, we capped the ratings on LRGs at the same level as their respective sovereigns (see "Methodology: Rating A Regional Or Local Government Higher Than Its Sovereign," published Sept. 9, 2009).

Under our criteria, an LRG can be rated higher than its sovereign only if we expect it to exhibit characteristics including:

- The ability to maintain stronger credit characteristics than the sovereign in a stress scenario. This includes, among other factors, lack of dependence on the sovereign for any appreciable share of its revenues, and a more diverse and wealthy economy than the national economy;
- An institutional framework that limits the risk of negative sovereign intervention; and
- The ability to mitigate negative sovereign intervention through high financial flexibility and independent treasury management. (see "Methodology: Rating A Regional Or Local Government Higher Than Its Sovereign").

At this stage, we do not believe that the 30 LRGs currently placed on CreditWatch meet these criteria, and hence they cannot be rated above the sovereign.

In contrast with the other 30 LRGs, we believe that the three Spanish Foral entities display the above characteristics, which allows them to be rated above the sovereign. However, we are placing the ratings on Foral entities on CreditWatch due to our view that rising systemic stress in the eurozone might weaken their credit standing. More specifically, systemic stress may prompt a reassessment of their overall institutional and economic links with Spain, in light of a potential weakening of the sovereign's credit profile.

Our actions on Municipality Finance PLC and Municipal Guarantee Board reflect our view that these two entities are highly dependent on the creditworthiness of the Finnish LRG sector, which in turn is interrelated with the sovereign's credit standing. Ratings on Municipality Finance PLC and Municipal Guarantee Board hinge on the joint support of the Finnish local government sector. This support is formalized in the joint pro-rata municipal guarantee provided to Municipal Guarantee Board, which in turns extends it exclusively to Municipality Finance. In addition, we do not consider that the Finnish LRG sector meets our criteria for ratings higher than those of the sovereign, as described above.

*Research Update: Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications
Following Sovereign Actions*

CreditWatch

The placement of the ratings on LRGS, as well as Municipality Finance PLC, and Municipal Guarantee Board, on CreditWatch with negative implications mirror the similar actions on their related sovereigns. The CreditWatch status reflects our view that we could lower the respective ratings, all other things being equal, should we lower our ratings on their related sovereigns.

We expect to resolve the CreditWatch status of the ratings on these entities following the resolution of the CreditWatch status of their related sovereigns. The resolution may result in an affirmation, or a downgrade by one or two notches, depending on final action on the related sovereign (see "Standard & Poor's Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On CreditWatch With Negative Implications," Dec 5, 2011).

We expect to resolve the CreditWatch status of the ratings on the three Foral Spanish entities that are not capped at the sovereign level once we assess the impact of the rising systemic stress in the eurozone on their credit standing. We may reassess the overall links of these Foral entities and Spain, in the context of a possible weakening of the sovereign's credit profile.

Related Criteria And Research

All articles listed below are available on RatingsDirect on the Global Credit Portal, unless otherwise stated.

- Methodology For Rating International Local And Regional Governments, Sept. 20, 2010
- Methodology: Rating A Regional Or Local Government Higher Than Its Sovereign, Sept. 9, 2009
- Standard & Poor's Puts Ratings On Eurozone Sovereigns On CreditWatch With Negative Implications,, Dec 5, 2011

Ratings List

Ratings Affirmed; CreditWatch Action

The ratings listed below are issuer credit ratings.

	To	From
State of Tyrol		
Long-Term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
State of Upper Austria		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+

*Research Update: Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications
Following Sovereign Actions*

City of Vienna (unsolicited)		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
Region of Brussels-Capital		
	AA/Watch Neg/--	AA/Negative/--
Community of Flanders		
Long-term Issuer Credit Rating	AA/Watch Neg	AA/Negative
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
Municipality Finance PLC		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
Municipal Guarantee Board		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
City of Paris		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
Region of Ile-de-France		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Negative
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
State of Saxony		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
State of Bavaria		
Long-term Issuer Credit Rating	AAA/Watch Neg	AAA/Stable
Short-term Issuer Credit Rating	A-1+	A-1+
City of Bologna		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Region of Marches		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Province of Rome		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
City of Rome		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Region of Sicily		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Region of Emilia-Romagna		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Autonomous Region of Friuli-Venezia Giulia		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Region of Liguria		
	A/Watch Neg/--	A/Negative/--

*Research Update: Ratings On 35 Eurozone Public Finance Entities On CreditWatch With Negative Implications
Following Sovereign Actions*

City of Milan	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
City of Genoa	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
City of Turin	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
City of Florence	A-/Watch Neg/--	A-/Stable/--
Region of Umbria	A/Watch Neg/--	A/Negative/--
Region of Campania	A-/Watch Neg/--	A-/Negative/--
Autonomous Community of Aragon	AA-/Watch Neg/--	AA-/Negative/--
Autonomous Community of Galicia	AA-/Watch Neg/A-1+	AA-/Negative/A-1+
Autonomous Community of Canary Islands	AA-/Watch Neg/--	AA-/Negative/--
Autonomous Community of Madrid	AA-/Watch Neg/A-1+	AA-/Negative/A-1+
Autonomous Community of Andalusia	A+/Watch Neg/--	A+/Negative/--
City of Barcelona	AA-/Watch Neg/--	AA-/Negative/--
Province of Barcelona	AA-/Watch Neg/--	AA-/Negative/--
Spain (special Foral status entities):		
Autonomous Community of the Basque Country	AA+/Watch Neg/--	AA+/Negative/--
Autonomous Community of Navarre	AA+/Watch Neg/--	AA+/Negative/--
Historical territory of Bizkaia	AA/Watch Neg/A-1+	AA/Stable/A-1+

Complete ratings information is available to subscribers of RatingsDirect on the Global Credit Portal at www.globalcreditportal.com. All ratings affected by this rating action can be found on Standard & Poor's public Web site at www.standardandpoors.com. Use the Ratings search box located in the left column. Alternatively, call one of the following Standard & Poor's numbers: Client Support Europe (44) 20-7176-7176; London Press Office (44) 20-7176-3605; Paris (33) 1-4420-6708; Frankfurt (49) 69-33-999-225; Stockholm (46) 8-440-5914; or Moscow 7 (495) 783-4009.

Copyright © 2011 by Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. All rights reserved.

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

Credit-related analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P's opinions and analyses do not address the suitability of any security. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

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

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

The McGraw-Hill Companies

Bijlage 2: Rating 2011 Moodys



Credit Opinion: Flanders, the Community of

Global Credit Research - 20 Dec 2011

Belgium

Ratings

Category	Moody's Rating
Outlook	Negative
Bonds -Dom Curr	Aa2
Commercial Paper -Dom Curr	P-1

Contacts

Analyst	Phone
Nicolas Fintzel/London	44.20.7772.5454
Sebastien Hay/Madrid	34.91.768.8200
David Rubinoff/London	

Key Indicators

Flanders, the Community of

	2006	2007	2008	2009	2010
Gross operating balance / operating revenues (%)	8.0	6.3	2.2	-1.6	2.3
Capital spending / total expenditure (%)	9.9	11.6	13.4	22.1	10.3
Self-financing ratio	1.4	1.1	0.6	0.1	0.7
Financing surplus (requirement) / of total revenues (%)	3.7	0.8	-6.2	-23.2	-2.7
Interest expenses / operating revenues (%)	0.2	0.2	0.1	0.0	0.8
Discretionary Own Source revenues / operating revenues (%)	22.4	23.6	22.0	21.3	24.9
Net Direct and Indirect debt / operating revenues (%)	47.3	43.9	44.3	78.5	84.9

Opinion

SUMMARY RATING RATIONALE

The Aa2 debt rating of the Flemish Community (FC) and its Prime-1 short-term rating reflect its sound financial performance despite difficult economic conditions, and the region's 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 and 2009, Moody's expects the region to record a financing surplus as early as 2012. In the meantime, the region's recourse to debt should remain limited and its debt metrics should stabilise at a moderate level.

On 19 December 2011, Moody's downgraded the FC's issuer rating by two notches to Aa2 with negative outlook from Aaa following a two-notch downgrade on the Government of Belgium's ratings. This action concluded the review initiated on the FC's ratings on 10 October 2011 and reflects the regional government's reliance on fiscal transfers from the federal government as well as the tight linkages

between both levels of government. The downgrade also factors in the recent deterioration of macroeconomic conditions in Belgium and the downward review of its growth prospects for the next few years, which will maintain pressure on the region's revenue going forward.

Credit Strengths

Credit strengths for the FC include:

- Strong and diversified economic base
- Committed to meeting budget targets agreed with the federal government
- Strong track record of budgetary discipline

Credit Challenges

Credit challenges for the FC include:

- Limited tax flexibility, although it is expected to increase substantially following recent institutional reform
- Moderate debt levels offer little room to absorb any further counter-cyclical policy measures
- Limited economic growth prospects
- High and increasing level of guarantees, although they carry limited risks

Rating Outlook

The outlook on the FC's ratings is negative, reflecting (i) the negative outlook at the sovereign level; (ii) Belgium's weakening economic growth prospects, which are likely to maintain some pressure on sub-sovereign's revenue in the future.

What Could Change the Rating - Up

Given the strong linkages between the federal government and the region, a stabilisation of the FC's rating would require a stabilisation of the sovereign ratings.

Moreover, upward pressure on the ratings would materialise if the region were to release continued financing surpluses that lead to the rapid repayment of its direct debt. A stabilisation or decrease in guarantees granted by the region would also be essential for the FC to be upgraded over the medium-to-long term.

What Could Change the Rating - Down

Should the sovereign be downgraded any further, this would have negative implications for the FC. Although the recent institutional reform is unlikely to have strong negative consequences for the region over the short to medium term, its long-term impact is unclear at this stage. More specifically, although greater fiscal autonomy gained over PIT rates is positive in the short-to-medium term (as it generally grows more rapidly than GDP), its long-term impact will need to be assessed in conjunction with the evolution of the tax base and new expenditure responsibilities transferred going forward.

Finally, in the current economic environment, we foresee less clarity regarding the repayment of the funds injected by the region into KBC Group (A2 negative) for its recapitalisation in 2009. Should future forecasts indicate that the bank is unable to repay (partially or in full) the EUR3.5 billion injected by the FC by 2013, this could weigh on the region's rating.

DETAILED RATING CONSIDERATIONS

The rating assigned to the FC 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 3 (on a scale of 1-21, where 1 represents the lowest credit risk) reflects the following factors:

Financial Position and Performance

In 2008, the FC used its extensive cash reserves to self-finance several capital injections into two Belgian financial institutions, Dexia and Ethias (EUR500 million each). It also used these funds to pay off some debt on behalf of Flemish municipalities (EUR640million). The region's financial performance deteriorated further in 2009 (deficit of 23.2% of total revenue) as a result of (i) additional interventions to sustain the local economy, specifically the injection of EUR3.5 billion into KBC Group as part of its recapitalisation; and (ii) the erosion in the growth of some regional taxes, especially the transfer tax. Since then, the FC has taken decisive steps to tackle its deficit problems, such as the suppression of tax exemptions (e.g. PIT) as well as the implementation of drastic cost-cutting measures, which led to a sharp decrease in its financing deficit to about 2.7% of its total revenue in 2010. Recent reports suggest that the region has been successful in reducing its financing deficit even further during the year. This is viewed positively as it occurs despite the negative impact of the one-off measures following the liquidation of the Holding Communal (extraordinary cost of EUR265 million for the region in 2011).

Debt Profile

Flanders's net direct and indirect debt ratios have deteriorated to 85% of its operating revenue in 2010 from 44% in 2008, largely as a result of deficits incurred between 2008 and 2010. The region's direct debt-to-operating revenue ratio reached around 31% at YE2010 and is currently expected to stabilise around that level or marginally increase in the foreseeable future. To cover its long-term financing needs, the FC has put in place an EMTN programme sized at EUR10 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 (EUR2 billion).

While the region's guaranteed debt reached a significant level of EUR10.2 billion at year-end 2010, the fact that it is primarily related to the FC's public companies, satellites and social housing programmes, mitigates somewhat its related 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 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 Belgian sub-sovereigns is well established and is protected 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. That being said, decisions have recently been taken, that reform the framework significantly.

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 these expenses) 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, despite having extremely limited flexibility over their income. Although Moody's notes that various changes have enhanced the FC's fiscal flexibility in recent years, we believe that, overall, its fiscal flexibility remains relatively limited.

However, regional flexibility should improve significantly following the implementation of recent institutional reform agreed to at the national level, which will involve gains in fiscal autonomy for regions of approximately EUR11 billion in terms of PIT revenue. Of the EUR17 billion worth of responsibilities that will be transferred from the federal government to Belgian sub-sovereigns, around EUR10.5 billion will go to communities (social allowances, elderly care, healthcare) with the remainder distributed to regions (employment/workforce, fiscal expenditure). The potential mismatch between the dynamism of expenses related to these competences and corresponding revenue will need to be assessed in more detail going forward.

Finally, the National Stability Pact - which is 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 well, enabling each of the Belgian federated entities to move steadily closer to a balanced budget position.

Extraordinary support consideration

Moody's assigns a very high likelihood of extraordinary support from the federal government, reflecting Moody's assessment 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 in allowing federated entities to reach sound financials (providing them with adequate funding sources).

Moody's also assigns a very high default dependence between the FC and the federal government, 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 3, equivalent to that assigned by the rating committee. The scorecard remains in our view negatively impacted by the poor financial results recorded by the region in 2009, which are weighing on the final score.

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 National Scale Ratings (NSRs) are intended as relative measures of creditworthiness among debt issues and issuers within a country, enabling market participants to better differentiate relative risks. NSRs differ from Moody's global scale ratings in that they are not globally comparable with the full universe of Moody's rated entities, but only with NSRs for other rated debt issues and issuers within the same country. NSRs are designated by a ".nn" country modifier signifying the relevant country, as in ".mx" for Mexico. For further information on Moody's approach to national scale ratings, please refer to Moody's Rating Implementation Guidance published in August 2010 entitled "Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale 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.

Country Ceilings for Foreign Currency Obligations

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			Sub-Factor	Sub-Factor	Factor	Total
Scorecard - 2010	Value	Score	Weighting	Total	Weighting	
Factor 1: Operating Environment						
National GDP per capita (PPP basis, \$US)	36,013	1	50.0%	1.00	50.0%	0.50
National GDP Volatility (%)	1.7	1	25.0%			
National Govt Effectiveness Index (World Bank)	1.59	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 (%)	0.5	1	33.3%	8.33	10.0%	0.83
Accrual Financing Surplus(Req)/Total Revenue (%)	-9.1	12	33.3%			
Gross Operating Balance/Operating Revenue (%)	1.2	12	33.3%			
Net Working Capital/Total Expenditures						
Factor 4: Debt Profile						
Net Direct and Indirect Debt/Operating Revenue	84.9	6	50.0%	8.25	10.0%	0.83
Short-Term Direct Debt/Direct Debt (%)	22.1	6	25.0%			
Net Debt/Operating Revenue Trend	36.0	15	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)	35,393	1	100.0%	1.00	10.0%	0.10
Estimated BCA						3



© 2011 Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ("MIS") AND ITS AFFILIATES ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND CREDIT RATINGS AND RESEARCH PUBLICATIONS PUBLISHED BY MOODY'S ("MOODY'S PUBLICATIONS") MAY INCLUDE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. MOODY'S 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 AND MOODY'S OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND CREDIT RATINGS AND MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR MOODY'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES MOODY'S PUBLICATIONS 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. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources Moody's considers to be reliable, including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process. 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.moody's.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, Moody's 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 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.

Notwithstanding the foregoing, credit ratings assigned on and after October 1, 2010 by Moody's Japan K.K. ("MJKK") are MJKK's current opinions of the relative future credit risk of entities, credit commitments, or debt or debt-like securities. In such a case, "MIS" in the foregoing statements shall be deemed to be replaced with "MJKK". MJKK is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO.

This credit rating is an opinion as to the creditworthiness or a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors. It would be dangerous for retail investors to make any investment decision based on this credit rating. If in doubt you should contact your financial or other professional adviser.

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 Financieringen 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 Financieringen 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.