

DEXIA
MUNICIPAL
AGENCY

RAPPORT FINANCIER
Du 1^{er} janvier au 30 septembre 2012

RAPPORT FINANCIER

Du 1^{er} janvier au 30 septembre 2012

SOMMAIRE

1. RAPPORT DE GESTION	3
2. COMPTES DES 9 PREMIERS MOIS <i>(Normes IFRS)</i>	35
3. RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX COMPTES <i>(Normes IFRS)</i>	69

RAPPORT DE GESTION
Du 1^{er} janvier au 30 septembre 2012

(1. FAITS MARQUANTS DES 9 PREMIERS MOIS DE 2012

1.1 SITUATION DU MARCHÉ DES COVERED BONDS

Les dégradations multiples des notations des pays souverains et des banques, ainsi que l'impact des réglementations, entraînent peu à peu une évolution du marché des *covered bonds*. Les obligations sécurisées notées triple A ne représentent plus aujourd'hui qu'environ la moitié du marché, et certains *covered bonds* sont maintenant notés dans la catégorie triple B. Les nouvelles contraintes imposées par Bâle III et Solvency 2, ainsi que les actuelles règles d'éligibilité à la Banque centrale européenne, contribuent à segmenter le marché en favorisant les obligations les mieux notées. En complément aux notations, un label *covered bonds* sera attribué d'ici au début de l'année 2013 aux émetteurs respectant un certain nombre de qualités et faisant preuve d'une communication transparente. Dexia MA a demandé à bénéficier de ce label.

Les émissions de *covered bonds* benchmark en euros sur le marché primaire au 3^{ème} trimestre 2012 se sont élevées à EUR 20 milliards (dont près de la moitié réalisé sur le mois de septembre 2012) contre EUR 52 milliards au 1^{er} trimestre et EUR 17 milliards au 2^{ème} trimestre, soit près de EUR 89 milliards depuis le début de l'année 2012 contre plus de EUR 150 milliards à fin septembre 2011.

Les conditions de marché se sont sensiblement améliorées à partir de septembre suite aux annonces de la BCE concernant les modalités des opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions, OMT*) qui seront effectuées sur les marchés secondaires de la dette souveraine de la zone euro. Ces opérations s'accompagnent également d'un assouplissement du seuil minimum de notation du crédit requis pour l'éligibilité des actifs admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

Le programme d'achats d'obligations sécurisées CBPP2 de la BCE a pris fin le 1^{er} octobre 2012, et a réalisé un volume de EUR 16,4 milliards, soit 40% du volume maximum envisagé de EUR 40 milliards. Le bon fonctionnement du marché n'a pas rendu utile le soutien de la BCE.

Les émetteurs français restent les plus actifs, devant les allemands et les scandinaves. Les primes de nouvelle émission (par rapport aux spreads du marché secondaire), élevées au début de l'année, continuent de se resserrer. Sur le marché secondaire, les spreads moyens des *covered bonds* de tous les pays, qui s'étaient écartés durant le second trimestre, ont connu pendant l'été un mouvement de resserrement.

Le spread des obligations de Dexia MA sur le marché secondaire, après s'être écarté, comme le marché durant le second trimestre, a connu un resserrement significatif depuis fin juin, d'environ 15bp, ce mouvement s'est prolongé au début du 4^{ème} trimestre.

Dexia Municipal Agency n'a pas réalisé d'émissions au cours des 9 premiers mois de l'année 2012, compte tenu de l'absence de nouveaux actifs à financer et du projet en cours visant à changer son actionariat et son schéma d'acquisition d'actifs.

1.2 NOTATIONS DE DEXIA MUNICIPAL AGENCY

Le programme d'émission de Dexia MA est noté par les trois principales agences de notation : Standard & Poor's, Fitch et Moody's.

Au 31 décembre 2011, Dexia MA était noté :

- AAA par Fitch,
- AAA / *CreditWatch negative* par S&P et
- Aa1 / *on review for downgrade* par Moody's.

Depuis le début de l'année 2012, la situation a évolué de la façon suivante :

- en janvier, S&P a confirmé que la notation de Dexia MA était maintenue en *CreditWatch* pour une revue complémentaire, suite à la dégradation de la notation court terme de sa maison mère Dexia Crédit Local à A2,
- en avril, Moody's a annoncé l'abaissement de la notation de Dexia MA à Aa2, à la suite de la baisse de la notation de sa maison mère de Baa1 à Baa2/ *on review for downgrade*,
- en juin, Fitch a confirmé la notation AAA de Dexia MA lors de la publication annuelle de son analyse,
- en juillet, S&P a annoncé l'abaissement de la notation de Dexia MA à AA+ lors de la mise en place de son nouveau critère méthodologique sur le risque de contreparties ; l'application de ce nouveau critère, compte tenu de la notation de Dexia Crédit Local, ne permet pas aux obligations foncières de Dexia MA d'atteindre la notation AAA ; l'analyse approfondie par S&P des impacts de la mise en œuvre de ce nouveau critère est en cours,
- en septembre, Fitch a mis en place sa nouvelle méthodologie de notation des *covered bonds*. L'agence a attribué à Dexia MA un indicateur D-cap de 3 (*moderate high*), compatible avec la notation AAA et le niveau de surdimensionnement actuel. Mais Fitch a également considéré la situation actuelle de DMA comme un programme non actif (changement d'actionnaire, de *servicer* et de fournisseur d'actifs en cours - cf.1.4) et, selon ses nouveaux critères, n'a pu tenir compte du surdimensionnement effectif, mais seulement de l'engagement public de DMA de maintenir un surdimensionnement minimal de 5% sur base réglementaire, équivalent à un surdimensionnement nominal de 11,6%. Pour cette raison, Fitch a mis sous surveillance avec perspective négative la notation de DMA.

Au 30 septembre 2012, les notations de Dexia MA sont sous revue ou surveillance par 2 agences, compte tenu de sa situation actuelle (cf. 1.4) et/ou de la mise en œuvre de nouveaux critères de notation par les agences :

- AAA / *Watch negative* par Fitch,
- AA+ / *CreditWatch negative* par S&P et
- Aa2 par Moody's.

