

RAPPORT FINANCIER SEMESTRIEL

30/06/2008

SOMMAIRE

- 1 RAPPORT D'ACTIVITE SEMESTRIEL**
- 2 COMPTES CONSOLIDES**
- 3 ATTESTATION DE LA PERSONNE RESPONSABLE**
- 4 RAPPORT D'EXAMEN LIMITE DES COMMISSAIRES
AUX COMPTES**

1 RAPPORT D'ACTIVITE SEMESTRIEL

1.1 Activité au cours de la période écoulée

1.1.1 Commentaires généraux (synthèse)

1. L'encours à fin juin 2008¹ s'établit à EUR 285 milliards, en progression de 16 % par rapport à fin juin 2007 (21 % hors effet de change défavorable). Cette hausse concerne l'ensemble des implantations. Les capitaux nets assurés de FSA s'élèvent à USD 660 milliards et affichent une progression de 14 % par rapport à fin juin 2007.
2. La production s'élève à EUR 37 207 millions, en hausse de 61 % par rapport à fin juin 2007 (hors effet change défavorable, la hausse est de 71 %).

- Sur le secteur public, l'activité s'élève à EUR 31 648 millions, soit une hausse de 73 % par rapport au volume enregistré à fin juin 2007 (86 % hors effet change défavorable). Cette augmentation de la croissance et l'accélération de son rythme sont le résultat d'un très fort niveau de production réalisé aux Etats-Unis (EUR 14,1 milliards), qui a été multiplié par 3,4 par rapport à fin juin 2007 (multiplication par 3,9 à taux de change constant), et d'un ensemble de transactions « exceptionnelles » réalisées sur les marchés européens.

En Amérique, la production des *Standby Bond Purchase Agreements* et des lettres de crédit qui a été multipliée par six par rapport à 2007 a joué un rôle moteur dans un contexte de crise de liquidité. En effet, Dexia a su tirer profit de la combinaison de deux facteurs conjoncturels avec, d'une part la raréfaction des acteurs du marché en mesure de proposer de tels produits financiers et, d'autre part des émetteurs ayant d'importants besoins de restructurer leur dette. La nouvelle production de prêts directs aux collectivités locales ainsi que les prêts aux étudiants affichent également de forts taux de croissance.

En revanche, les entités européennes ont dû faire face à une contraction du marché résultant principalement de facteurs locaux tels que les élections générales espagnoles, les restrictions budgétaires imposées aux collectivités locales en Italie et l'accroissement des rentrées fiscales pour les collectivités locales allemandes. En parallèle, il a fallu faire face à un contexte européen de réticence générale des collectivités locales en matière de prêts structurés. Face à cet environnement externe particulièrement défavorable en Europe, certaines entités européennes de Dexia, telles que Dexia Sabadell en Espagne et Dexia Crediop en Italie, affichent néanmoins des niveaux de croissance satisfaisants qui ont pu être atteints en particulier par la réalisation de transactions « exceptionnelles » ayant permis de compenser des tendances de marché adverses.

- Sur le secteur des financements structurés, le marché mondial du financement de projets a continué à croître en 2008, en hausse de 18% comparé à la même période de 2007 : il peut être estimé à USD 130-160 milliards pour les 6 premiers mois de 2008. Dans ce contexte de croissance de marché et malgré les contraintes imposées par Dexia Crédit Local sur le prix de la liquidité, Dexia a maintenu globalement sa part de marché de *Mandated Lead Arranger* (MLA) sur le premier semestre : Dexia a en effet été classé par Infrastructure Journal 3^{ème} banque mondiale dans leurs *League Tables* « financements de projets » (2^{ème} pour l'Europe de l'Ouest , 2^{ème} pour les Partenariats Public Privé (PPP) et 3^{ème} pour les secteur de l'énergie *renouvelable*) et 6^{ème} par Thomson Reuters.

La production du premier semestre 2008 a atteint EUR 5 559 millions, en hausse de 14% par rapport au premier semestre de 2007. Il convient de noter la forte

¹ Les chiffres présentés au 30 juin 2008 intègrent l'activité « *Credit Spread Portfolio* » (CSP) ; pour établir les comparaisons, les productions / encours de l'activité CSP ont été pris en compte pour les données au 30 juin 2007.

augmentation de l'activité en France et en Espagne. L'activité du siège international, qui a baissé de moitié, a été affectée par la forte réduction des achats d'obligations conformément à la stratégie de concentration sur les opérations « commerciales ».

3. Le volume de production - primes brutes et marges d'intérêts actualisées - enregistré par FSA à fin juin 2008 s'élève à USD 600 millions, en hausse de 45 % par rapport au volume enregistré à fin juin 2007. La part de l'activité municipale aux Etats-Unis dans la production est de 85%, le volume d'activité étant restreint dans le marché *Asset-Backed Securities* (ABS).

Pour l'activité municipale aux Etats-Unis, le volume des nouvelles émissions a rattrapé le niveau atteint au premier semestre 2007, malgré une production ralentie en début d'année et la baisse du taux de pénétration de rehaussement de 48 % à 24 %. FSA a assuré 62 % des USD 43 milliards d'obligations municipales garanties en 2008, avec une préférence pour les obligations notées A minimum.

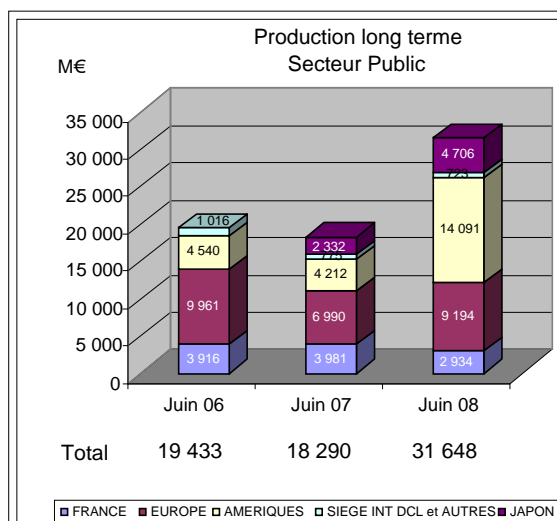
Pour l'activité ABS, les structures des contrats se sont améliorées, bien que les opportunités aient été limitées du fait d'un faible volume d'émission.

4. Hors FSA, le total des ressources collectées s'élève à EUR 17,8 milliards (vs. EUR 14,6 milliards au 30 juin 2007) pour une durée de vie moyenne de 5,6 ans (vs. 7,7 ans en 2007).

1.1.2 Secteur public local

1.1.2.1 Financements long terme

1.1.2.1.a Activité



L'activité globale réalisée à fin juin 2008 s'élève à EUR 31 648 millions, dont EUR 9 644 millions sous forme d'engagements hors-bilan (principalement aux Amériques, hors Mexique).

L'activité est en hausse de 73 % par rapport à fin juin 2007. Hors effet de change, la hausse serait de 86 %.

Evolution par implantation

France : au 30 juin 2008, la production s'élève à EUR 2 934 millions, en retrait de 26 % par rapport à fin juin 2007. Cette situation s'explique principalement par l'atonie du marché liée aux élections municipales et cantonales qui a conduit à un décalage de nombreuses décisions d'emprunt et ce jusqu'à la fin avril.

Le niveau des parts de marché demeure élevé à fin juin (39 % sur le segment des grands clients et 45 % sur le secteur sanitaire et social public).

- **L'activité sur le secteur des collectivités locales** s'élève à EUR 1 712 millions en recul de 18 % par rapport à la fin juin 2007 du fait de l'impact des élections municipales et cantonales sur le rythme de l'emprunt de nombreuses collectivités locales. Toutefois, une forte reprise de la production a été constatée en mai et en juin. Les parts de marché demeurent élevées à fin juin 2008 (grands clients : 39 % ; cœurs de cible : 47 % ; clients locaux : 39 %). Des opérations remarquables ont été réalisées au deuxième trimestre avec la région Provence Alpes Côte d'Azur (EUR 80 millions), le conseil général d'Ille et Vilaine (EUR 50 millions), la région Picardie (EUR 20 millions) et le conseil général de Dordogne (EUR 15 millions).
- **Le secteur de la santé publique** a connu un ralentissement important de son activité par rapport à la même période de 2007 avec une production de EUR 473 millions en retrait de 46 %. La fin du plan Hôpital 2007 explique l'absence de nouveaux grands projets de reconstruction d'hôpitaux. La part de marché demeure très importante (45 %). Parmi les opérations remarquables réalisées au deuxième trimestre : CHRU Nantes (EUR 25 millions), CH Douai (EUR 20 millions) et CHI Créteil (EUR 10 millions).
- **Le secteur des clientèles institutionnelles** affiche un recul de son activité (EUR 748 millions) de 24 % par rapport à juin 2007. Le **secteur du logement**, avec une production de EUR 509 millions (soit - 21 % par rapport à fin juin 2007), a été pénalisé par la performance du financement sur ressources Livret A au cours de la période (taux de 3,50%). Le **secteur de l'économie locale et sociale**, avec une production de EUR 239 millions, est en diminution de 29 % par rapport à fin juin 2007 du fait principalement de l'absence de grandes opérations sur le secteur sanitaire associatif.

L'activité de gestion de la dette est en diminution avec un montant total d'opérations de EUR 4 332 millions (soit - 41 % par rapport à fin juin 2007) sous l'effet de plusieurs éléments : la mise en œuvre par le réseau de la politique de « *soft landing* » afin de diversifier les revenus commerciaux et de modérer la création de valeur supplémentaire issue de l'activité de gestion de la dette ainsi que le contexte électoral qui a conduit au gel de nombreuses opérations.

Allemagne : EUR 3 064 millions (+0,1 %).

Au premier semestre, le secteur du financement des collectivités locales a montré des signes de ralentissement. Les conditions de liquidité et les remboursements de prêts en raison des bonnes rentrées fiscales des collectivités locales ont conduit à une contraction du marché. Par ailleurs, les actions de municipalités intentées à l'encontre d'établissements bancaires allemands ont conduit à une contraction de la demande en matière de produits structurés. La réticence des collectivités locales face aux produits dérivés est forte.

Malgré un net ralentissement de la production constaté au cours du premier trimestre 2008, le niveau de production à fin juin est stable par rapport au premier semestre 2007. La structure de la production reflète la stratégie de Dexia en Allemagne, orientée vers le développement des prêts structurés. A fin juin 2008, la production de prêts structurés qui s'élève à EUR 922 millions, représente désormais 75 % du total de la nouvelle production de prêts comparé à une part de 30 % en 2007. L'activité de réaménagement de dettes en Allemagne est très dynamique avec en particulier l'opération réalisée avec le *Land* de Berlin pour un montant total de EUR 230 millions. L'activité PSP (*Public Sector Portfolio*) a également été soutenue en 2008 avec un montant de production s'élevant à EUR 1 782 millions sur le premier semestre.

Enfin, le financement des *Länder* représente un axe prometteur de développement. Depuis le début de l'année, les transactions réalisées avec les *Länder* de Rhénanie, Nord-Westfalie, Hesse, Berlin et Basse-Saxe, qui représentent d'ores et déjà un montant total de EUR 680 millions, sont prometteuses pour le futur.

Amériques (hors Mexique) : EUR 14 091 millions, +235 %. (USD 21 775 millions). Hors effet de change l'évolution de la production serait de +287 %.

Au cours du premier semestre, l'activité *public finance* de Dexia a su tirer profit de l'évolution de la situation du marché. Pour autant, en accord avec la stratégie du groupe Dexia, force est de reconnaître que cette situation n'est pas extrapolable pour le second semestre 2008.

La production du hors bilan classique (*Standby Bond Purchase Agreements* et lettres de crédit) qui représente un montant cumulé d'USD 14 693 millions a été multipliée par six par rapport à la même période en 2007. Cette tendance est la conséquence directe d'une raréfaction des acteurs du marché en mesure de proposer de tels produits financiers alors que les émetteurs ont d'importants besoins de restructurer leur dette. Une garantie de liquidité a été signée avec la Long Island Power Authority pour un montant de USD 594 millions afin de convertir des titres dont le taux est fixé par enchère en obligations à taux variable. La Sunshine State Governmental Financing Commission a, quant à elle, obtenu une lettre de crédit de USD 634 millions pour son émission de Commercial Paper.

La nouvelle production de prêts directs aux collectivités locales s'élève à USD 2 165 millions. En effet, les perturbations du marché ont poussé les émetteurs vers de nouveaux modes de financement dont le *direct lending*; ceci a permis de valider le *business model* de cette activité. Les deux principaux placements privés de ce semestre ont été conclus avec le Chicago Board of Education pour un montant de USD 504 millions et avec la California Housing Finance Agency pour USD 300 millions. Le total des titres acquis au cours du semestre représente un montant de USD 1 768 millions. Pourtant, il est constaté un ralentissement de l'activité obligataire en raison notamment d'une contraction du marché avec de plus faibles volumes d'émission.

Enfin, la nouvelle production des prêts étudiants, qui s'élève à USD 2 896 millions sur la période, est en forte progression par rapport à la même période de référence 2007 (la production a été multipliée par 3,5). La production au Canada a par ailleurs été marquée par la signature d'un prêt long terme avec la ville de Montréal de USD 251 millions.

Il est à noter que certaines opérations de réaménagement de garanties de liquidité réalisées sur la zone Amériques, sont intégrées au montant d'activité. Ces opérations, d'un montant non significatif jusqu'à présent, se sont élevées à EUR 1,6 milliard (USD 2,5 milliards) sur le premier semestre 2008.

Australie : EUR 96 millions (AUD 159 millions) (début de l'activité au quatrième trimestre 2007)

La production sur le marché australien reste soutenue grâce à la forte demande de financement requise pour couvrir les besoins en infrastructures, en particulier dans le secteur du traitement des eaux usées (AUD 101 millions, soit 64 % de la production de Dexia en Australie).

Dexia Credit Local Asia Pacific Pty Ltd. a conclu cinq opérations au premier semestre 2008.

L'opération la plus importante a été conclue avec Clarence Valley Council pour un montant de AUD 82 millions. Le prêt permettra de financer des travaux d'adduction d'eau et d'assainissement.

Europe centrale et orientale : EUR 943 millions (+107 %).

Même si la croissance de la production est satisfaisante au regard du niveau atteint en 2007, force est de constater que la production sur les marchés d'Europe centrale et orientale a été ralentie sur le premier trimestre 2008.

Le niveau de la production a doublé par rapport à fin juin 2007. La faiblesse de la production constatée en début d'année a pu être compensée par un bon niveau de production en juin qui a été notamment favorisé par la baisse des *spreads* à partir du mois de mai.

Au cours du premier semestre 2008, plusieurs transactions avec les autorités locales roumaines ont été réalisées pour un montant total de EUR 104 millions. Un prêt de EUR 20 millions a permis de financer les systèmes de distribution et de traitement d'eau du comté de Vaslui, tandis

que la ville de Oradea a remplacé 10 tramways grâce à un prêt de EUR 26 millions. En outre, Dexia a conclu une transaction de EUR 100 millions avec l'Etat tchèque.

Grande Bretagne : EUR 643 millions (GBP 500 millions) (-10 %). Hors effet de change, l'évolution de la production serait de + 4 %.

La crise financière a affecté de plein fouet le marché britannique. Les concurrents ont été contraints de limiter leurs candidatures aux appels d'offre. Dans cet environnement moins concurrentiel, 70 % de la production a été réalisée pendant le second trimestre 2008.

Hors effet de change, la production 2008 est proche du niveau atteint en 2007. De plus, la production sur les six premiers mois est répartie de manière plus homogène entre le secteur des collectivités locales (EUR 305 millions) d'une part et le secteur du logement social (EUR 328 millions) d'autre part.

L'activité de réaménagement de dettes, qui s'élève à GBP 316 millions pour le premier semestre 2008, dépasse largement le montant atteint sur l'année 2007 (GBP 137 millions). Ces bonnes performances découlent essentiellement du rachat du portefeuille de prêts logement social de Bradford & Bingley, qui a été l'occasion de conclure des prêts structurés sur ce nouvel encours.

Parmi les opérations significatives de ce semestre, il faut noter la transaction avec Devon and Cornwall pour EUR 111 millions en février.

Israël : EUR 119 millions (ILS 636 millions) (+96 %).

Le marché court terme s'est révélé relativement décevant dans la mesure où, contrairement aux prévisions du début d'année, les besoins des autres satellites ont été inexistant. L'activité sur le marché long terme s'est récemment accélérée après un début d'année plutôt lent.

Le fort niveau de croissance s'explique en premier lieu par la conclusion de nouveaux contrats avec les conseils régionaux et les municipalités aux mois de mai et juin pour un montant total de EUR 68 millions (ILS 364 millions) et par la pénétration en cours du marché de la distribution d'eau, notamment avec la conclusion de deux contrats en février et en juin pour un montant total de EUR 40 millions (ILS 216 millions).

Parmi les opérations significatives du premier semestre 2008, il est à retenir un prêt de EUR 12 millions (ILS 65 millions) au conseil régional de Mate Andra effectué en mai 2008 et un important prêt de EUR 8 millions (ILS 45 millions) conclu avec la municipalité de Jérusalem en juin 2008. En outre, Dexia a accordé en juin un prêt de EUR 25 millions (ILS 136 millions) à la compagnie de distribution des eaux H2ID.

Italie : EUR 1 615 millions (+59%).

En 2007, les flux nouveaux du marché du secteur public italien se sont considérablement réduits, principalement du fait d'une limitation de l'endettement, imposée par le gouvernement aux collectivités locales. Au cours du premier semestre 2008, la tendance du marché est restée sensiblement la même. A cela il convient d'ajouter l'application, depuis le 25 juin 2008, d'une loi-décret approuvée par le gouvernement, qui suspend la possibilité pour les collectivités locales d'avoir recours aux produits dérivés et qui interdit également à ces acteurs la conclusion de prêts dont le profil de remboursement est « *bullet* » (remboursement en une seule fois) ou ceux présentant une maturité supérieure à 30 ans.

En conséquence, Dexia a renforcé son organisation interne et élargi sa clientèle cible vers de nouveaux segments, tels que les *multi-utilities*, les organismes de santé, le logement social, l'immobilier public ainsi que les autorités portuaires et les universités. Cette diversification porte déjà ses fruits et des opérations ont été réalisées au premier semestre 2008, tel le prêt consenti à SMAT, un satellite privé concessionnaire de la gestion des services d'eau de la province de Milan, pour un montant de EUR 50 millions. Dexia a aussi, au cours de ce premier semestre 2008, été impliqué dans le financement (en plusieurs opérations) de la région de Campanie pour un

montant total de EUR 889 millions et a été *Lead Manager* et *Sole Bookrunner* pour l'émission d'une obligation d'une maturité de 20 ans émise par Casa del Trentino, pour un montant de EUR 75 millions.

Concernant l'activité de réaménagement de dette, il convient de signaler le *swap* d'amortissement portant sur une période de 40 ans avec la ville de Rome, pour un montant de EUR 200 millions. Ce *swap* est lié à l'opération de restructuration de l'émission obligataire de la ville de Rome pour un montant de EUR 1 400 millions, organisée par Dexia en décembre 2007 ; cette opération constitue l'émission obligataire la plus importante réalisée à ce jour par une collectivité locale italienne.

Japon : EUR 4 706 millions (JPY 758 289 millions) (+102 %).

Les fluctuations de la production s'expliquent par le caractère saisonnier du marché japonais : très dynamique au printemps, il se restreint ensuite fortement en fin de semestre avant de reprendre à l'automne.

C'est pourquoi, malgré l'absence de production de prêts en juin, l'activité de Dexia a été particulièrement dynamique en mars, avril et mai, avec une production s'élevant à JPY 535 milliards (dont JPY 469 milliards en prêts et JPY 66 milliards en obligations) pour cette période. La forte hausse de la production au Japon par rapport au premier semestre 2007 s'explique principalement par le lancement d'un programme de refinancement d'une partie de la dette des collectivités locales détenue par l'Etat japonais. Ce programme leur permet en effet de rembourser sans frais leurs emprunts auprès du Ministère des Finances à taux élevé (supérieur à 5 %), et de les refinancer sur le marché. Dexia a donc largement bénéficié de ce dispositif gouvernemental (environ 31 % de l'activité du semestre) qui devrait se poursuivre sur les deux prochaines années pour un montant total de JPY 5 000 milliards. Dans le même temps, Dexia a plus que doublé le nombre de ses clients pendant le semestre (56 clients bénéficiaires de prêts à ce jour), en particulier en direction des villes de taille moyenne.

L'activité obligataire s'élève à JPY 220 milliards, dont JPY 41 milliards pour l'achat d'obligations émises par des satellites publics. La volatilité du marché a permis d'accroître de manière significative la rentabilité moyenne du portefeuille obligataire.

Mexique : EUR 335 millions (MXN 5 468 millions) (+88 %). Hors effet de change, l'évolution de la production serait de +110 %.

Le marché du secteur public au Mexique reste très compétitif, avec de nombreuses banques proposant des prix relativement agressifs. Le premier semestre 2008 a été marqué par l'opération signée avec l'Etat de Mexico pour un montant souscrit de MXN 7 000 millions et une part finale de MXN 5 000 millions (la différence sera titrisée ou syndiquée au cours du second semestre 2008). Pourtant, cet accord de refinancement marque la fin des grandes opérations de réaménagement de la dette des principaux Etats mexicains. Il convient également de mentionner l'opération de titrisation (avec Goldman Sachs) relative à la dette de Mexico District Fédéral et qui a été conclue avec succès à la fin de janvier 2008.

Dans ce contexte, Dexia Credito Local Mexico a presque doublé sa production par rapport à fin juin 2007.

Dexia travaille actuellement sur des opérations de structures plus complexes, comme le financement des casernes de police de l'Etat de Guerrero, remporté ce premier semestre 2008 pour un montant de MXN 318 millions. Dexia entre aujourd'hui dans la deuxième phase de son développement avec un nouvel objectif de pénétration du marché (vers les municipalités et les Etats de taille moyenne) et le renforcement de sa franchise commerciale (clients, banques, partenaires...). Plusieurs opérations sont à prévoir d'ici peu avec l'Etat de Nuevo Leon.

Péninsule Ibérique : EUR 2 151 millions (+142 %).

Sur des marchés relativement atones, Dexia Sabadell a réalisé d'excellents résultats commerciaux au cours du 1^{er} semestre 2008. Cette performance globale traduit d'importantes avancées commerciales, aussi bien en Espagne qu'au Portugal, aussi bien sur le marché obligataire que sur le marché des prêts long terme.

Sur le marché obligataire, Dexia Sabadell a structuré quatre importantes émissions, notamment celles réalisées par la Région de Madère, par la Région de Madrid et par l'Institut Catalan des Finances (bras financier de la Région de Catalogne). Dexia Sabadell a, par ailleurs, joué un rôle prépondérant dans les émissions privées, réalisées par Energie du Portugal (EUR 100 millions) et le Metro de Porto (EUR 100 millions).

Dexia est, en outre, parvenu à conclure d'importantes opérations de prêts, avec le financement de la Generalitat de Valence à hauteur de EUR 300 millions, le prêt à l'Institut Financier de la Generalitat de Catalogne pour un montant de EUR 67 millions, ainsi que l'opération signée avec la Mancomunidad de Canales de Taibilla, une entité publique dépendante de l'Etat espagnol, pour un montant de EUR 70 millions. D'autres opérations significatives ont été, par ailleurs, signées avec la Région de la Rioja, l'Institut de la Vivienda de Madrid, les ports de Madère, la Région des Baléares ou la ville de Séville.

Enfin, Dexia Sabadell a augmenté ses taux de pénétration clientèle, notamment sur le segment des villes et des provinces (11 nouveaux clients) et ses parts de marché globales.

Au total, Dexia Sabadell a réussi le meilleur 1^{er} semestre de son histoire, renforçant ainsi sa position de référence du marché ibérique.

Siège international : EUR 173 millions (-68 %).

La production pour les six premiers mois de l'année est plus faible que celle au 30 juin 2007.

Pour faire face à la crise de liquidité et afin d'optimiser le refinancement du groupe, des actifs ont été vendus pour dégager des plus-values, tandis que d'autres actifs ont été comptabilisés dans les véhicules AAA (Dexia Lettres de Gage et Dexia Kommunalkredit Deutschland notamment). Parmi les transactions importantes de ce premier semestre, les deux opérations réalisées en avril avec l'Etat du Connecticut pour un montant total de EUR 108 millions doivent être soulignées au même titre que celle avec la ville de Kiev pour EUR 28 millions.

Suède : EUR 525 millions (SEK 4 938 millions) (+32 %).

Le dynamisme de l'activité en janvier et février 2008 s'explique en particulier par la disparition progressive d'un produit phare offert par les concurrents. L'activité s'est ensuite ralentie à la fin du premier trimestre. Au cours du deuxième trimestre, le relèvement des taux directeurs de la Banque Centrale suédoise à 4,5 % a permis un ajustement du marché et la production a repris progressivement.

Le niveau de production cumulé des six premiers mois de 2008 est désormais proche de celui atteint pour la totalité de l'année 2007. Les bonnes performances de l'activité d'ingénierie financière sont également à noter, puisque 3 des 8 opérations réalisées correspondent à des produits structurés.

Parmi les opérations significatives de ce premier semestre, il est à noter un prêt de EUR 100 millions (SEK 932 millions) avec Reykjavik Energy ainsi qu'une émission obligataire de EUR 32 millions en Islande.

Suisse : EUR 253 millions (CHF 405 millions) (-45 %).

Sur le premier semestre 2008, le dynamisme apparent du marché *public finance* en Suisse comparé au premier semestre 2007 est essentiellement dû à la cession par Swiss Life de son portefeuille ; exception faite de cette opération, le marché connaît en fait un net ralentissement sur le début d'année 2008.

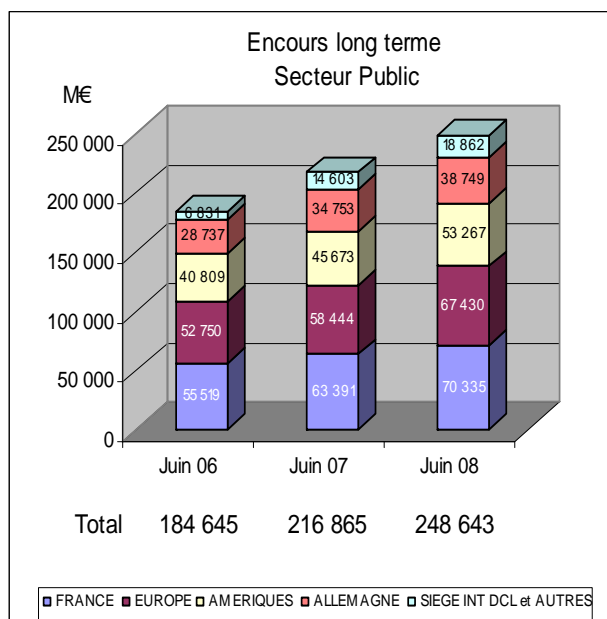
Au plan commercial, l'accent est mis sur le développement de produits structurés.

Parmi les opérations significatives de ce semestre, il faut noter le rachat par Dexia d'une partie du portefeuille Swiss Life (EUR 211 millions). Par ailleurs, 5 cantons sur les 26 existants sont devenus de nouveaux clients de Dexia sur la période.

Autriche (participation à 49% consolidée par mise en équivalence) : EUR 1 737 millions (-14 %).

En Autriche, la diminution de la production par rapport au premier semestre 2007 s'explique par un net ralentissement des activités obligataires de la filiale KIB à Chypre. Les niveaux d'activité se maintiennent en Europe centrale et orientale avec l'achat d'obligations des Etats polonais et roumains pour des montants respectifs de EUR 80 millions et EUR 60 millions, un prêt de EUR 13 millions à la République du Bachkortostan dans la Fédération de Russie et diverses opérations en Ukraine sur le souverain et la banque d'Import / Export (Ukreximbank).

1.1.2.1.b Encours



L'encours long terme « secteur public » s'élève à EUR 249 milliards, en croissance de 15 % par rapport à l'encours à fin juin 2007. Hors effet de change, la progression serait de 20 %.

La progression de l'encours en termes de volume est particulièrement significative sur la France (11 %), aux Amériques (36 % hors effet change), l'Allemagne (12 %), le Japon (+152 %) et la Grande Bretagne (56 %).

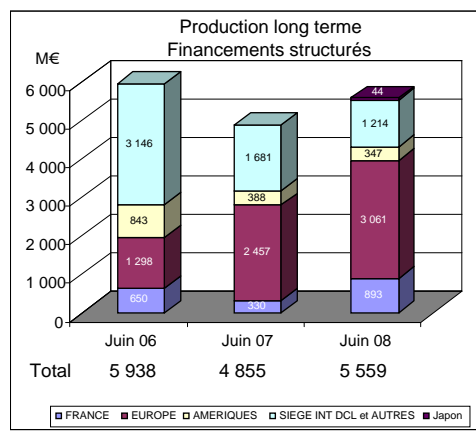
L'activité de réaménagement de dettes s'élève à EUR 5,4 milliards à fin juin 2008 et se répartit entre la France (81 %), l'Allemagne (10 %), la Grande Bretagne (8 %), et la Péninsule Ibérique (1 %).

1.1.2.2 Financements court terme

L'encours court terme s'élève à EUR 8,8 milliards à fin juin 2008 (en baisse de 19 % par rapport à fin juin 2007). Hormis la France, représentant 92 % du montant total, l'encours court terme est principalement logé en Allemagne (4 % du montant total).

1.1.3 Financements structurés

1.1.3.1 Activité



La production du premier semestre 2008 a atteint EUR 5 559 millions, en hausse de 14 % par rapport au premier semestre de 2007. Il convient de noter la forte augmentation de l'activité en France et en Espagne. L'activité du siège international, qui a baissé de moitié, a été affectée par la forte réduction des achats d'obligations en conformité avec la stratégie de concentration sur les opérations « commerciales ».

Evolution par implantation :

France : EUR 893 millions (+170 %). Au cours du premier semestre 2008, Dexia a eu une activité record sur le marché du **financement des PPP** en réalisant en tant que MLA (*Mandated Lead Arranger*) six opérations pour un total de EUR 495 millions et en particulier trois nouvelles prisons pour le Ministère de la Justice (part Dexia : EUR 142 millions), l'hôpital de Saint Nazaire et celui d'Annemasse (*underwriting* de EUR 375 millions et objectif de part finale totale de EUR 274 millions).

Dans le **secteur des énergies renouvelables**, Dexia a financé, en tant que MLA, un parc éolien dans la région de Laval (EUR 24 millions). Dexia a également procédé à l'acquisition du parc éolien de 20 MW de Fierville afin de compenser les émissions de CO₂ résultant de la consommation énergétique des bâtiments de Dexia Crédit Local et de ses filiales (financement total de EUR 36 millions).

Dans le **secteur des infrastructures**, Dexia a financé en tant que MLA l'autoroute A88 (objectif de part finale de EUR 68 millions) ainsi que l'aéroport de Toulouse (EUR 115 millions).

Par ailleurs, Dexia est intervenu comme arrangeur exclusif du crédit-bail optimisé de la nouvelle commande de trains express régionaux pour la région Languedoc Roussillon à hauteur de EUR 137 millions.

Allemagne : EUR 225 millions (-38%). Sept transactions ont été signées pendant le semestre avec des sociétés municipales du secteur de l'énergie/environnement pour un total de EUR 177 millions. Dexia a également financé en PPP en tant que seul arrangeur la construction du nouveau Ministère des Finances du *Land* de Brandebourg. Dexia a par ailleurs été mandaté en tant que conseiller financier d'une filiale de sociétés municipales pour le financement d'un parc éolien offshore de 400 MW.

Amériques (hors Mexique) : EUR 347 millions (-10 %). (USD 536 millions ; +4 % à taux de change constant). Dans le **secteur de l'énergie thermique**, trois financements, dont un en tant que MLA (pour Kleen Energy Systems qui détient une centrale à gaz au Connecticut), ont été signés pour un total de USD 217 millions. Dans le **secteur des énergies renouvelables**, quatre transactions ont été conclues pour un total de USD 172 millions : deux participations dans des financements de parcs éoliens (USD 74 millions) et deux financements en tant que MLA de projets hydro électriques, l'un au Chili et l'autre au Mexique (total de USD 98 millions). Dans le **secteur de l'énergie**, Dexia a également participé à concurrence de USD 32 millions au financement d'un navire de forage à affréter à Pétrobras, et de USD 30 millions au financement d'un terminal de re-gazéification de GNL dans l'Etat du Mississippi.

Dans le **secteur de l'environnement**, Dexia est intervenu comme MLA dans un prêt Inter-American Development Bank de USD 50 millions en faveur de SABESP (société des eaux de Sao Paulo).

Australie : EUR 340 millions (+75 %) (AUD 564 millions), essentiellement dans le secteur de l'énergie. Dexia est intervenu comme MLA dans le refinancement de Babcock & Brown Power, avec un *underwriting* de AUD 281 millions et un objectif de part finale de AUD 250 millions. Dexia a également participé à un financement en faveur de Origin Energy pour AUD 70 millions et a pris une participation de AUD 100 millions dans le financement de la construction de deux centrales au charbon dans l'ouest australien.

Par ailleurs, Dexia a participé à hauteur de AUD 50 millions dans un financement corporate en faveur de Babcock & Brown.

Europe centrale et orientale : EUR 403 millions (+169 %). La signature d'un financement bilatéral avec Hrvatske Autoceste (HAC), principale société d'autoroutes croate, peut être notée, avec un *underwriting* de EUR 150 millions et un objectif de part finale de EUR 75 millions. Il convient également de signaler le financement de PKE (société régionale polonaise du secteur de l'énergie) pour EUR 38 millions ainsi que le financement de l'autoroute Bina Istra en Croatie pour EUR 45 millions.

Grande Bretagne : EUR 529 millions (-25 %). (GBP 412 millions). Dexia a financé en tant que MLA l'acquisition d'Angel Trains par un consortium mené par Babcock & Brown, avec un *underwriting* de GBP 215 millions et un objectif de part finale de EUR 200 millions. L'opération sera partagée entre Dexia Crédit Local London Branch et Dexia Crédit Local à Paris.

Dexia a participé à cinq financements *Private Finance Initiative* (PFI) (équivalent britannique du Partenariat Public Privé – PPP) , dont trois en tant que MLA. En particulier, Dexia, en tant que seul MLA, a arrangé le financement d'écoles en Ecosse à hauteur de GBP 114 millions (objectif de part finale de GBP 75 millions) ainsi que le refinancement de cinq résidences universitaires pour un montant de GBP 119 millions. Enfin, Dexia a *underwrité* 50 % du financement en PFI d'écoles pour le Knowsley Metropolitan Borough Council, avec une part finale de GBP 75 millions.

Par ailleurs, Dexia a pris une participation de GBP 34 millions dans le financement de l'acquisition de Biffa (collecte et traitement de déchets).

Italie : EUR 640 millions (-15 %). Dans le **secteur des infrastructures**, Dexia a signé trois opérations en tant que MLA : le financement de l'acquisition de Terminal Rinfuse (activité portuaire) par Babcock & Brown, avec un *underwriting* de EUR 120 millions et un objectif de part finale de EUR 47 millions, un financement de EUR 150 millions en faveur du concessionnaire autoroutier Strada dei Parchi (groupe Atlantia), et un financement de EUR 33 millions (partiellement garanti par la SACE) pour la construction du métro d'Istanbul.

Dans le **secteur de l'énergie**, Dexia, en tant que MLA, a pris une participation de EUR 85 millions dans un financement en faveur de TERNAL (réseau national de transmission d'électricité) et a

acquis des obligations de cette société pour EUR 25 millions. Dexia est également intervenu à hauteur de EUR 27 millions comme MLA dans le financement d'un parc éolien en Sardaigne.

Dans le **secteur de l'environnement**, Dexia a pris une part finale de EUR 50 millions dans le financement d'Irisacqua (société de distribution des eaux de la province de Gorizia) et a pris une participation de EUR 75 millions dans le financement de ACEA spa, l'entreprise de services publics de la ville de Rome.

Japon : EUR 44 millions (+36 %) (JPY 7 128 millions). Dexia a participé à sa première transaction PFI primaire à hauteur de JPY 4 000 millions pour le financement du terminal international de l'aéroport de Haneda, et a financé une concession autoroutière au Panama, avec garantie NEXI, pour USD 30 millions.

Mexique : EUR 110 millions (MXN 1 794 millions) (aucune opération à fin juin 2007). Dexia a signé ses deux premiers mandats de MLA avec le financement en PPP à hauteur de MXN 889 millions de l'hôpital de Victoria (projet développé par Marnhos, une société de construction mexicaine, et Dalkia) et avec l'*underwriting* de MXN 2 020 millions du financement en PPP d'une autoroute (objectif de part finale de MXN 905 millions).

Péninsule Ibérique : EUR 1 148 millions (+177 %). Deux opérations significatives ont été signées par Dexia en tant que MLA dans le **secteur des infrastructures**. Dexia Sabadell a financé une autoroute en Catalogne pour une part finale de EUR 82 millions partagée avec le siège international. Cette opération a fait l'objet d'une couverture du risque de taux d'intérêt par Dexia. Dexia a également refinancé la ligne 1 du métro de Tenerife et financé la construction de la ligne 2 pour une part finale de EUR 120 millions. Par ailleurs, Dexia Sabadell et Dexia Crédit Local Dublin Branch, conjointement avec FSA, ont participé au refinancement de l'autoroute Tolède-Consuegra, pour un total de EUR 168 millions.

Dans le **secteur de l'énergie**, Dexia a acheté des *bonds* émis par le groupe énergétique portugais EdP pour EUR 100 millions. Dans le **secteur des énergies renouvelables**, Dexia a conclu huit financements de centrales solaires pour une part finale de EUR 289 millions. Dexia est intervenu en tant que MLA dans cinq transactions, dont le refinancement de la plus grande centrale solaire du Portugal.

Dans le **secteur de l'environnement**, Dexia a financé à hauteur de EUR 205 millions en tant que MLA le programme d'investissement de EMASESA (service d'eau de la région de Séville) et est intervenu en tant que MLA et seul prêteur dans le financement à hauteur de EUR 59 millions de Sacyr Vallehermoso dans le cadre de l'acquisition de la société des eaux de la municipalité de Santa Cruz de Tenerife.

Siège international : EUR 764 millions (-49 %). Cette diminution s'explique par des achats d'obligations en net recul en raison de la politique interne de restrictions appliquée au développement de cette activité. Les achats d'obligations ont atteint EUR 150 millions pour le premier semestre de 2008 contre EUR 711 millions pour la période correspondante de 2007.

Dans le **secteur des infrastructures**, Dexia est intervenu en tant que MLA, agent et fournisseur du *swap* de taux pour le refinancement de l'aéroport d'Istanbul, avec une part finale de EUR 80 millions (partagée avec Denizbank). Dexia a également pris une participation de EUR 30 millions dans le refinancement de l'autoroute Bina Istra en Croatie.

Dans le **secteur énergie / environnement**, les opérations suivantes peuvent être notées : achat d'obligations émises par Israel Electric Corp pour un montant de EUR 125 millions, et participations à hauteur de USD 150 millions au préfinancement d'exportations de pétrole par Rosneft (compagnie nationale russe), à hauteur de USD 45 millions dans le financement de Lenenergo (producteur et distributeur d'électricité en Russie) et à hauteur de USD 60 millions dans le financement d'une usine de Gaz Naturel Liquéfié au Yémen. Dans le **secteur des énergies**

renouvelables, Dexia a arrangé le financement d'une centrale solaire en Espagne avec un objectif de part finale de EUR 73 millions.

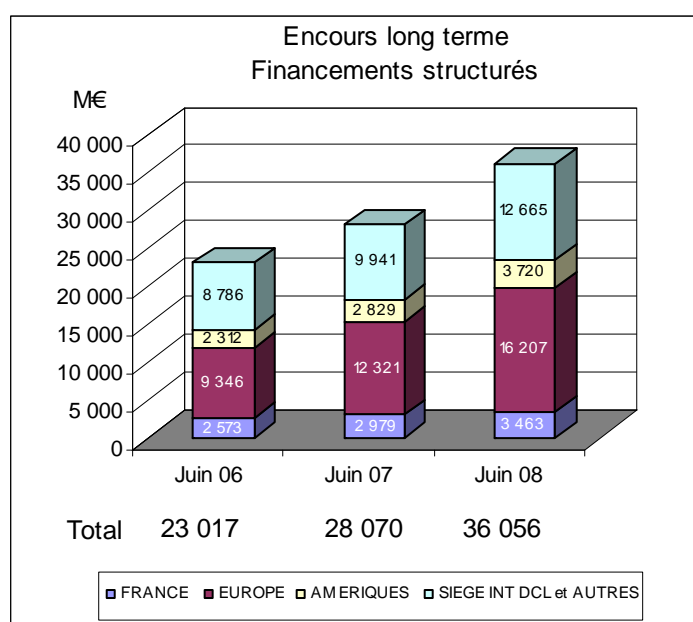
Dans le **secteur des financements d'actifs**, Dexia a financé en tant que MLA, à hauteur de EUR 38 millions, une flotte de bus pour les Transports Publics Genevois en Suisse (Dexia Crédit Local a également mis en place la couverture de taux de la transaction) et a pris une participation de EUR 30 millions dans le financement du matériel ferroviaire roulant européen de Babcock & Brown.

Dans le **secteur des télécoms**, Dexia a participé à hauteur de USD 50 millions au financement de Vimpelcom, le deuxième opérateur russe de télécommunications mobiles, et à hauteur de USD 50 millions au refinancement de Orascom Telecom Holding en Egypte.

Suède : EUR 117 millions (SEK 1 097 millions) (aucune opération à fin juin 2007). Dexia a acquis des obligations Vattenfall (producteur national d'électricité) pour un montant total de EUR 53 millions, et a pris une participation de EUR 63 millions dans une émission de Stadtkraft, société hydroélectrique norvégienne.

Autriche : EUR 455 millions (+50 %). Il convient de signaler le financement en PPP d'une autoroute à Vienne pour un montant de EUR 21 millions ainsi qu'un prêt de EUR 53 millions à l'entité de la municipalité de Vienne en charge de la protection de l'environnement. En Suisse, la principale transaction est un prêt de EUR 122 millions aux Services Industriels de Genève.

1.1.3.2 Encours long terme



L'encours long terme du secteur financements structurés s'élève à EUR 36 milliards à fin juin 2008, soit une progression de 28% par rapport au niveau atteint un an plus tôt.

1.1.4 Activité d'assurances (Dexia Sofaxis)

Le volume des primes collectées par Dexia Sofaxis à fin juin 2008 s'élève à EUR 363 millions. Il est légèrement supérieur (+1,7 %) au montant atteint à fin juin 2007, grâce à la SOFCAP. Le resserrement observé au 31 mars sur le secteur hospitalier se confirme.

Les commissions, qui s'élèvent à EUR 23 millions, sont restées au même niveau qu'à fin juin 2007, avec les mêmes divergences entre SOFCAH et SOFCAP, cohérentes avec la production des primes d'assurance.

1.1.5 Dépôts & Gestion d'actifs

L'encours en gestion pour le métier du financement des équipements collectifs s'établit à EUR 11,3 milliards à fin juin 2008, stable (+1 %) par rapport à fin juin 2007.

- En France, l'encours sous gestion, EUR 7,3 milliards, est en légère progression (+3 %) par rapport à fin juin 2007. L'encours OPCVM représente EUR 3,1 milliards.
- En Italie, l'encours sous gestion, EUR 1,7 milliard, est en légère baisse de 5 % par rapport à fin juin 2007.
- En Europe centrale et orientale, les dépôts s'établissent à EUR 1 milliard à fin juin 2008, en légère baisse de 4% par rapport à fin juin 2007.
- En Israël, le montant des dépôts s'élève à EUR 0,9 milliard, en progression de 92 % par rapport à fin juin 2007.
- En Grande Bretagne, le montant des dépôts s'élève à EUR 0,2 milliard, en baisse de 16 % par rapport à fin juin 2007.

1.1.6 Collecte des ressources¹ et Marchés Financiers

1.1.6.1 Collecte des ressources

<i>Dette Senior</i>	Emissions au 30 juin 2007 (en EUR millions)	Emissions au 30 juin 2008 (en EUR millions)
France		
Dexia Municipal Agency	8 942	8 458
Dexia Crédit Local	2 133	2 040
Italie		
Dexia Crediop	1 866	2 138
Allemagne		
Dexia Kommunalbank Deutschland	1 662	5 109
Sous total - Europe	14 603	17 745
Etats-Unis		
FSA - Financial products (GICs)	2 061	512
Total	16 664	18 257

(1) Les données incluent les ressources de marché (publiques et privées), retail et privilégiées (BED). Elles excluent les prêts intra-groupes et les opérations de financement classées en court-terme (< 2 ans).

Au cours du premier semestre 2008, le groupe Dexia Crédit Local a emprunté EUR 18,3 milliards sur les marchés à long terme, à comparer à EUR 16,7 milliards au 30 juin 2007.

Hors FSA, le total des ressources collectées s'élève à EUR 17,7 milliards pour une durée de vie moyenne de 5,6 ans (vs. 7,7 ans au cours du premier semestre 2007).

Les opérations de financement à court terme sont restées soutenues, à l'image du second semestre 2007, soulignant l'appétit des investisseurs pour des maturités courtes. Globalement, EUR 2,4 milliards ont été levés à fin juin 2008 dont EUR 1.408 millions pour Dexia Crédit Local.

Le programme de financement a été exécuté comme suit :

1.1.6.1.a Emissions publiques

Au 30 juin 2008	Dexia Crédit Local consolidé
Emissions publiques	EUR 9,9 milliards (+33,8 % vs. 2007)
Durée de vie moyenne	4,9 ans

Le segment des émissions publiques est demeuré quasi exclusivement réservé aux émetteurs AAA du groupe Dexia : Dexia Municipal Agency et Dexia Kommunalbank Deutschland.

L'activité publique AAA Dexia Covered Bond est restée concentrée sur le marché Euro sur lequel cinq transactions ont été lancées. Si Dexia Municipal Agency reste l'émetteur de référence en complétant sa courbe de trois nouveaux *benchmarks* à 3 ans (EUR 1,25 milliard), 5 ans (EUR 2 milliards) et 7 ans (EUR 1 milliard), la bonne résistance du marché allemand des *Pfandbriefe* a donné l'occasion de repositionner avec succès Dexia Kommunalbank Deutschland en tant qu'émetteur *benchmark*. Ce dernier a ainsi lancé deux transactions à 2 ans (EUR 1,5 milliard) et 10 ans (EUR 1,25 milliard). Ces transactions ont rencontré un vif succès auprès des investisseurs finaux en quête de crédits d'excellente qualité ce qui s'est traduit par des livres d'ordres largement sursouscrits malgré un environnement de marché très volatile.

En complément de l'activité benchmark, Dexia Municipal Agency et Dexia Kommunalbank Deutschland ont régulièrement abondé leurs souches afin d'offrir de la liquidité au marché et de répondre à des demandes spécifiques d'investisseurs. Les abondements ont permis à Dexia Municipal Agency de lever EUR 1,8 milliard sur des maturités comprises entre 2010 et 2019. Dexia Kommunalbank Deutschland a levé EUR 815 millions sur des maturités comprises entre 2010 et 2018.

Faute de réel arbitrage et du fait d'une demande limitée de la part des investisseurs hors zone Euro, la diversification en devises des ressources à long terme a été limitée au cours du premier semestre. Globalement, EUR 700 millions équivalents ont été levés sur les marchés hors EUR. Des augmentations de souches libellées en USD ont été exécutées pour un total de USD 350 millions. Sur le marché suisse, Dexia Municipal Agency a lancé une nouvelle opération à 3 ans (CHF 250 millions) et a abondé sa souche 2017.

Dexia Crédit Local a levé EUR 95 millions (CHF 150 millions) sur le marché public suisse à 2 ans, répondant à une demande ponctuelle d'investisseurs institutionnels.

1.1.6.1.b Emissions privées

Au 30 juin 2008	Dexia Crédit Local consolidé
Emissions privées	EUR 5,3 milliards (-7 % vs. 2007)
Durée de vie moyenne	6,7 ans

Au 30 juin 2008, les ressources levées sur le segment des placements privés s'élèvent à EUR 5,3 milliards, soit 30% du volume total émis (hors FSA) ce qui représente une baisse de 7 % par rapport à 2007. La plupart des flux (71 %) ont été levés par les émetteurs AAA du groupe.

Dans un contexte de forte volatilité des marchés financiers et d'incertitude marquée sur l'évolution des *spreads* de crédit, l'appétit des investisseurs s'est tourné vers des opérations

publiques « liquides » plutôt que vers des opérations structurées, supports de prise de position sur l'évolution des taux d'intérêt.

Dexia Kommunalbank Deutschland a levé EUR 2 milliards (en hausse de 23 % par rapport au volume émis au 1^{er} semestre 2007) sur une durée de vie moyenne de 7,1 ans. Le changement de stratégie de collecte chez Dexia Kommunalbank Deutschland a conduit à un rééquilibrage en faveur des émissions publiques (61 %) contre le placement privé (39 %).

Dexia Municipal Agency a levé EUR 1,7 milliard sur une durée de vie moyenne de 8,6 ans ce qui représente 20 % du volume total de ressources à long terme collectées par cet émetteur et est stable par rapport au volume émis en 2007. Le flux de placements privés a été essentiellement concentré sur des émissions « vanilles » confirmant ainsi la tendance observée au 30 juin 2007 de décroissance des émissions sous format structuré.

Dexia Crédit Local a levé EUR 1,4 milliard (en retrait de 17 % par rapport au 30 juin 2007) sur une durée de vie moyenne de 3,7 ans soit 68 % du volume total collecté par l'émetteur. Cette baisse s'explique par un intérêt accru des investisseurs pour des maturités plus courtes se traduisant par des émissions sur le segment court terme pour EUR 1,4 milliard supplémentaire (vs. EUR 23 millions au 30 juin 2007). Globalement le total des ressources court et long terme collectées par Dexia Crédit Local sur le segment des placements privés s'inscrit en hausse de 68 % par rapport au 1^{er} semestre 2007.

Dexia Crediop a collecté EUR 118 millions sur le marché italien des placements privés institutionnels pour une durée de vie moyenne de 5,2 ans ce qui représente 5,5 % du volume levé par l'émetteur.

1.1.6.1.c Emissions *retail*

Au 30 juin 2008	Dexia Crédit Local consolidé
Emissions <i>retail</i>	EUR 2 milliards (+64,5 % vs. 2007)
Durée de vie moyenne	4,9 ans

Dexia Crediop a été très actif sur le segment du *retail* italien, segment de marché sur lequel un total de EUR 2 milliards a été levé sur une durée de vie moyenne de 4,9 ans. Ce montant a représenté 94,5 % de la ressource levée par Dexia Crediop en 2008.

1.1.6.1.d Ressources à conditions privilégiées

Au 30 juin 2008	Dexia Crédit Local consolidé
Ressources à conditions privilégiées	EUR 600 millions (+71,4% vs. 2007)
Durée de vie moyenne	9,4 ans

Dexia Crédit Local a signé deux nouveaux contrats de refinancement avec la Banque Européenne d'Investissement (BEI). Le plus important porte sur une nouvelle tranche du partenariat BEI sur la thématique « ANRU » (« Agence Nationale pour la Rénovation Urbaine »).

Globalement Dexia Crédit Local a levé EUR 561 millions à 9,2 ans de vie moyenne via 8 tirages auprès de cet organisme.

Dexia Kommunalbank Deutschland a réalisé 13 transactions avec des contreparties « supranationales » pour un montant de EUR 39 millions à 12 ans. Douze opérations ont été conclues avec KfW et une avec Rentenbank.

FSA a émis dans le cadre de son programme GIC (*Guaranteed Investment Contracts*) un volume de USD 807 millions (soit un équivalent EUR 512 millions) sur une durée de vie moyenne de 2,4 ans.

1.1.6.2 Marchés Financiers

Les principales évolutions sur les marchés financiers sur les derniers mois ont été les suivantes :

- Au cours du second trimestre 2008, les craintes inflationnistes ainsi qu'un regain d'optimisme face à une possible fin de crise financière ont contribué à une forte remontée des taux sur toutes les maturités, se chiffrant en moyenne à 70bps sur les taux USD et à 85bps sur la courbe Euro. Le mouvement de hausse des taux s'est accentué en fin de trimestre à la suite d'un communiqué de la BCE sur une remontée des taux directeurs de 25bps en juillet afin de modérer les tensions inflationnistes résultant de la forte hausse des prix des matières premières.
- Les marchés actions occidentaux ont continué à chuter en moyenne de 6% après une amélioration en début de trimestre liée au rachat de la banque Bear Stearns par JP Morgan. Ensuite, les craintes inflationnistes ont pris le pas et ont pesé sur les prévisions de résultats des entreprises par les analystes.
- La tendance à court terme sur les spreads de crédit reste à l'écartement : le mois de juin s'est avéré difficile, les spreads poursuivant leur élargissement débuté à la mi-mai. En effet, après avoir touché un plus haut fin mars à 160 bp le contrat ITRAXX Main s'était replié jusqu'à 65 bp en mai avant de revenir actuellement proche de 100 bp. Le contexte économique, conjuguant une hausse de l'inflation et une contraction de la croissance, n'a pas été favorable. Sur le moyen terme, l'inflation est positivement corrélée aux spreads, tandis que la croissance l'est négativement. En outre, le climat économique et financier reste morose, les assureurs monoline sont de nouveau malmenés et les banques font état de pertes et de réductions de dividendes à l'approche de la période de publication des résultats du 2^{ème} trimestre. Cela pourrait entraîner un élargissement du Main vers les 120 bp.

En fonction des lignes d'activité, les principaux éléments relatifs à l'activité sont les suivants :

- **« Long term Funding » :**

Dans un contexte de forte volatilité des marchés financiers et d'incertitude marquée sur l'évolution des spreads de crédit, l'appétit des investisseurs s'est tourné vers des opérations publiques « liquides » plutôt que vers des opérations structurées, supports de prise de position sur l'évolution des taux d'intérêt.

Sur les six premiers mois de 2008, le groupe Dexia Crédit Local a emprunté EUR 18,3 milliards sur les marchés à long terme à comparer à EUR 16,7 milliards en 2007. Hors FSA, le total des ressources collectées s'élève à EUR 17,7 milliards pour une durée de vie moyenne de 5,6 ans (contre 7,7 ans en T2-2007) (voir 1.1.6.1 le détail des émissions).

- **« Credit Spread Portfolio / Public Sector Portfolio/ Credit structuring & Trading » :**

Les perturbations sur les marchés de crédit se sont largement poursuivies au cours du deuxième trimestre de l'année 2008.

Le contexte de dépression structurelle du marché perdure depuis près d'un an, avec une forte volatilité sur tous les segments : financières, marchés émergents, muni/infra et corporates.

Malgré un léger resserrement des indices au cours du deuxième trimestre, celui-ci s'est achevé avec des niveaux de spreads toujours très élevés.

Le trimestre a principalement été marqué par la dégradation du secteur des Assureurs Monolines. Les spreads des CDS se sont envolés suite à l'annonce des downgrades par les différentes agences de ratings, pour atteindre à fin juin les niveaux suivants : 2790 bps pour le CDS MBIA 5 ans, 2182 bps pour le CDS Ambac 5 ans, et 677 bps pour le CDS FSA 5 ans.

Si le marché semble avoir intégré le fait que le risque de défaut des banques avait diminué, le secteur des financières reste cependant très agité, et les investisseurs très méfiants.

Les swaps spreads sont toujours à des niveaux très larges et ont atteint de nouveaux records au cours du trimestre, pour s'établir en fin de trimestre à 70 bps sur l'euro 1 an, à 110 bps sur le sterling 1 an, et à 93 bps sur le dollar 2 ans.

Sur le cash, l'indice TASS représentatif des institutions financières notées A, a fini le trimestre à 138 bps, avec un record absolu au tout début du trimestre à 153 bps, contre 142 bps à fin mars. L'ITRAXX subordonné S9 sur les institutions financières s'élevait à 150 bps fin juin, contre un niveau de 206 bps fin mars.

Par ailleurs, les spreads de crédits sur l'indice JP Morgan des marchés émergents avoisinaient les 296 bps fin juin, un niveau similaire à ceux de fin mars.

Le secteur des ABS reste complètement sinistré, il est toujours impossible d'envisager dans l'immédiat un redémarrage du marché primaire ou un retournement durable sur le marché secondaire des ABS.

- **« Public Finance Market Engineering » :**

L'activité de structuration et de couverture pour le Public Finance (Dexia Crédit Local et ses filiales) à la fin du première semestre s'élève à EUR 6,8 milliards pour 744 opérations clients (dont EUR 4,2 milliards en France), en baisse de 29% en nominal par rapport au premier semestre 2007, la baisse en nominal étant observée en France (-44%), l'activité étant stable ou en légère hausse dans les autres principaux pays (Allemagne, Grande-Bretagne et Espagne / Portugal). Cette baisse est principalement due aux élections locales en France au cours du premier trimestre, puis à la forte volatilité des marchés de taux au deuxième trimestre. A noter une première opération traitée en couverture d'un prêt à un client israélien indexé sur inflation (ville de Jérusalem).

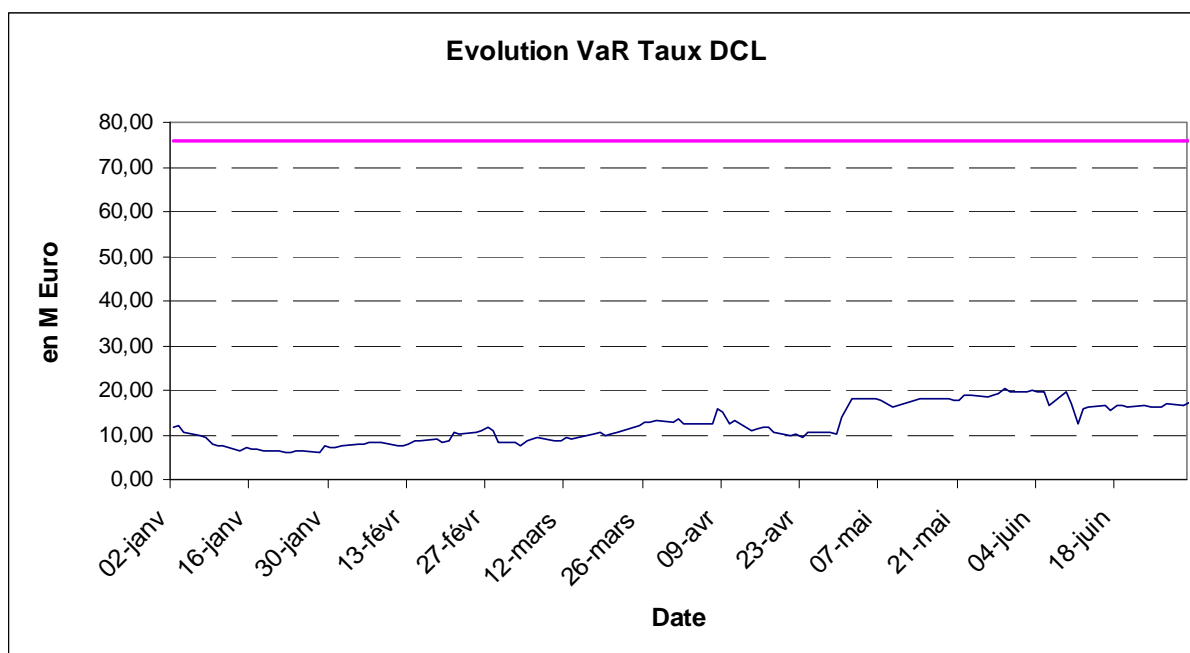
Le résultat de l'activité de swaps traités avec des clients Projets, par Dexia Crédit Local Paris (y compris le siège international) et Dexia Crédit Local Londres est en forte croissance, en ligne avec l'objectif annuel, au cours du premier semestre 2008, après une performance très élevée au premier trimestre.

L'activité de macro couverture de flux commerciaux et de trading sur produits de taux a été performante au deuxième trimestre 2008.

- **« Gestion du risque Court Terme et Cash & Liquidity Management » :**

L'activité de CLM est restée soutenue sur la fin de semestre.

- **L'évolution de la VaR taux consolidée de Dexia Crédit Local du 2 janvier 2008 à fin juin 2008 est présentée sur le graphique ci-après :**



VaR (Value at Risk): mesure statistique de la perte potentielle selon un intervalle de confiance de 99% à dix jours pour les lignes d'activité TFM.

1.1.7 FSA

Au cours du premier semestre 2008, FSA a produit USD 600 millions de marges d'intérêt et primes brutes actualisées, en augmentation de 45 % par rapport à la même période en 2007. FSA continue d'être le premier acteur sur le marché du secteur public américain. Sur les autres marchés, la structure des contrats et le *pricing* se sont généralement améliorés même si les opportunités ont été limitées par le faible niveau d'émissions nouvelles.

1.1.7.1 Activité Municipale : USD 511 millions (+147 %)

Aux Etats-Unis : USD 470 millions. Les nouvelles émissions sur le premier semestre 2008 ont atteint USD 222 millions, chiffre en baisse de près de 4 % par rapport au premier semestre 2007. Le taux de pénétration du rehaussement a été de 24 % environ sur le premier semestre 2008, alors qu'il était de 48 % lors du premier semestre 2007. FSA a atteint sur cette même période une part de marché de près de 62 %. Sur la base des contrats conclus, FSA a établi lors du premier semestre 2008 1.714 nouvelles polices d'assurance sur des émissions américaines primaires et secondaires pour un montant total agrégé de USD 40 milliards. Il est à noter que près de 97 % des expositions nettes sur ce métier sont notées « *single A* » ou plus. Pendant le premier semestre 2008, FSA a garanti des obligations émises par des municipalités, notamment dans le domaine de la distribution et d'évacuation des eaux, pour un montant total de USD 5 milliards. A cet égard, peuvent être citées l'assurance d'obligations senior et subordonnées de la Pittsburgh Water and Sewer Authority pour un montant de USD 414 millions, et l'opération de USD 521 millions avec le Sacramento Municipal Utility District.

A l'international : USD 41 millions. Dans un contexte de faible liquidité du marché des obligations sur les infrastructures, FSA a effectué des opérations de prêt et des transactions intra-portefeuille. En juin, FSA a apporté sa garantie pour un montant de JPY 25 milliards (USD 235 millions) sur des obligations émises par la Pologne.

1.1.7.2 Activité *Asset-Backed Securities* (ABS) et Produits Financiers

Activité ABS : USD 89 millions (- 44 %)

Aux Etats-Unis : USD 68,5 millions. Au cours du premier semestre 2008, le niveau des nouvelles émissions obligataires a été relativement bas aux Etats-Unis. Dans ce contexte, la stratégie de FSA a été de se concentrer sur les transactions les plus sûres. Au cours de cette période, FSA a apporté sa garantie à deux émissions d'obligations. Ces deux émissions, pour CPS et AmeriCredit, ont atteint un total de USD 994 millions. Sur le marché des *Collateralized Debt Obligations* (CDO), FSA a assuré une *Collateralized Loan Obligation* américaine.

A l'international : USD 20,8 millions. En Europe, la faible liquidité du marché des ABS/RMBS (*Asset-Backed Security / Residential Mortgage Backed Security*) a fortement freiné de nouvelles émissions. Pour expliquer cette faible activité, il est possible également d'avancer la prudence des marchés concernant les *monolines* et la compétition entre les schémas communautaires et britanniques de rachat des obligations qui permettent aux banques de remplacer des RMBS par des obligations gouvernementales.

Produits Financiers : USD 0 million (-100 %)

L'activité de FSA dans ce segment est limitée et placée sous contrainte d'amélioration de la liquidité. FSA a négocié pour près de USD 635 millions de GIC (*Guaranteed Investment Contracts*) au cours du second trimestre 2008, mais n'a acquis que pour USD 24 millions d'actifs financiers de court terme. En conséquence, la prime brute actualisée est négative sur le premier quart de l'année et proche de zéro pour les six premiers mois.

1.2 Evolution des risques

Tout comme en 2007, le premier semestre 2008 a été notablement influencé par la crise financière née à la fin du 1^{er} semestre 2007 aux Etats-Unis. Les impacts sur ce premier semestre, compte tenu de l'élargissement des *spreads*, se sont accrus encore par rapport au 31/12/2007 avec des points d'attention qui restent globalement semblables, en particulier sur FSA : dégradation des taux de défauts sur les *Helocs* et les *Alt A* du portefeuille assuré, détérioration du *Marked to Market* des CDS (*Credit Default Swap*), augmentation de la réserve OCI négative (*Other Comprehensive Income*) pour les *Financial Products*, augmentation substantielle des provisions sur le portefeuille assuré (qui sont portées à USD 888 millions contre USD 98,1 millions au 31/12/2007) et *impairments* au titre des *Financial Products* de USD 1.042 millions avant impôts pour une perte économique qui est estimée à USD 316 millions.

Plusieurs décisions ont été annoncées : une ligne de liquidité de USD 5 milliards a été accordée à FSA pour permettre de faire face à ce que seraient des scénarios dégradés de liquidité sur les *Financial Products*.

L'examen de l'activité de FSA et des risques portés par les ABS (*Asset-Backed Securities*) et les *Financial Products* a conduit à annoncer l'arrêt de l'activité sur les ABS, une augmentation de capital de USD 300 millions et une reprise dans le cadre des activités bancaires de l'activité de *Financial Products*.

La revue stratégique des activités de FSA à laquelle il a été procédé au cours de ce semestre a conduit à un renforcement de la surveillance des risques. Pour ce qui est de l'évolution de l'activité dans les mois à venir, elle est très dépendante de la situation aux Etats Unis, de la situation globale du marché immobilier, du taux d'impayés sur les prêts *subprime* mais également *prime* avec quelques sujets d'inquiétude sur certains compartiments de marché comme les *Alt A first lien* ou les *options Arms*. Les hypothèses prises pour le calcul de provisions sur le portefeuille de *Residential Mortgage Backed Securities* reposent sur les scénarios suivants en matière d'amélioration de la situation du marché immobilier américain :

- pour les *Helocs*, maintien d'un niveau de défaut élevé jusqu'au milieu de l'année 2009 et retour à une situation plus normale à partir de mi 2010 ;
- pour les transactions dont la sûreté est une hypothèque de second rang, maintien d'un taux de défaut élevé jusqu'à mi-2009 et retour progressif à la normale à mi-2010 ;
- pour les transactions dont la sûreté est une hypothèque de premier rang, maintien d'un taux de défaut élevé jusqu'au début 2010 et retour progressif à la normal début 2011.

Toute modification qui devrait être introduite par rapport aux hypothèses retenues ci-dessus pourrait conduire à devoir passer des provisions complémentaires. Toutefois, l'un des éléments qui doit être pris en considération est l'extinction relativement rapide du portefeuille, qui est de 3,5 ans environ.

Pour ce qui est de Dexia Crédit Local (hors FSA), de la même manière, l'essentiel des mouvements sur le semestre concerne la réserve AFS et, dans une moindre mesure, le *Marked to Market* des positions de *trading*, avec une stabilisation observée sur le second trimestre.

En matière de liquidité, malgré les tensions, les ratios suivis par le *Market Risk Management* ont été respectés. La gestion de la liquidité qui s'est optimisée au niveau groupe Dexia, en centralisant les refinancements par la Banque Centrale Européenne sur Dexia Banque Belgique, a conduit à enregistrer une forte augmentation des expositions intra groupe (*repo*, prêts de titres, etc...) et un risque pondéré marginal compte tenu de l'effet de collatéralisation.

1.2.1. Les risques de crédit

En termes de méthode, dans la continuité avec le rapport annuel 2007, les données ci-après sont conformes à la norme IFRS7 qui utilise la notion d'exposition maximum au risque de crédit (en anglais, MCRE). Les expositions au risque de crédit sont considérées après prise en compte des mécanismes d'atténuation du risque de crédit (garanties, hypothèques, cessions de créances,...) conformément aux articles n°92 et n°93 de la Directive européenne 2006/48/CE (transposition de l'Accord international Bâle II) : le calcul des montants des expositions pondérés est modifié dès lors que leur prise en compte permet de réduire le montant d'exposition pondéré. D'autre part, les CRE sont nettes des provisions spécifiques éventuellement inscrites.

En termes de volumes, au cours du premier semestre 2008, le montant global des expositions (MCRE) de Dexia Crédit Local hors FSA a progressé de 16 % (+ EUR 63 milliards) par rapport au 31 décembre 2007, pour s'établir à EUR 455 milliards.

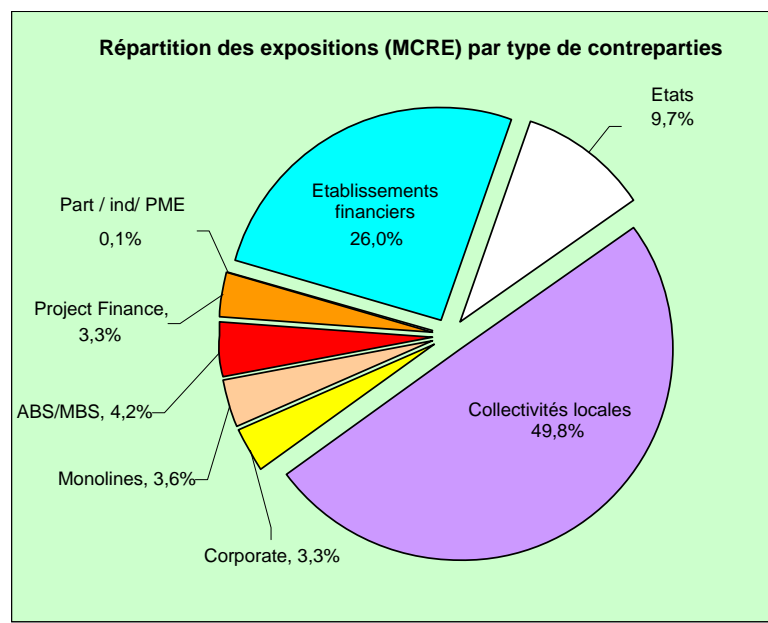
En termes de contreparties, l'augmentation des expositions sur les banques, qui représentent 26 % de l'ensemble contre 17,3 % au 31 décembre 2007 (+76,5 %), vient essentiellement des engagements de Dexia Crédit Local envers d'autres entités bancaires du groupe Dexia (+ 314 %) dans l'objectif d'optimiser la gestion de la liquidité.

La part des expositions sur le secteur public local (collectivités locales et leurs satellites) représente 49,8 % des expositions soit EUR 223,8 milliards, contre 54,1 % au 31 décembre 2007, malgré une augmentation en volume de 7,7 % (+ EUR 15,9 milliards) qui confirme la poursuite du développement du groupe sur la clientèle où Dexia est leader mondial. La part des expositions sur des Etats recule de 11,5 % à 9,7 %.

Les expositions de Dexia Crédit Local (toujours hors FSA) sur des rehausseurs *monoline* de crédit représentent 3,6 % de l'ensemble contre 3,9 % en fin d'année dernière ; en fait, 77,5 % de ces expositions sont sur FSA (AAA). Les expositions sur des ABS/MBS (*Asset-Backed Securities / Mortgage Backed Securities*) ont baissé de 15,6 % et ne représentent plus que 4,2 % de l'ensemble.

Parmi les autres clientèles, modestes en volume, il convient de noter l'augmentation forte des expositions sur des financements de projets (+27,1 %, un quasi doublement en 18 mois), qui représentent désormais 3,3 % des expositions de Dexia Crédit Local. En revanche, les risques de crédit *corporate* ont baissé de 9 % en volume et ne représentent plus que 3,3 % de l'ensemble.

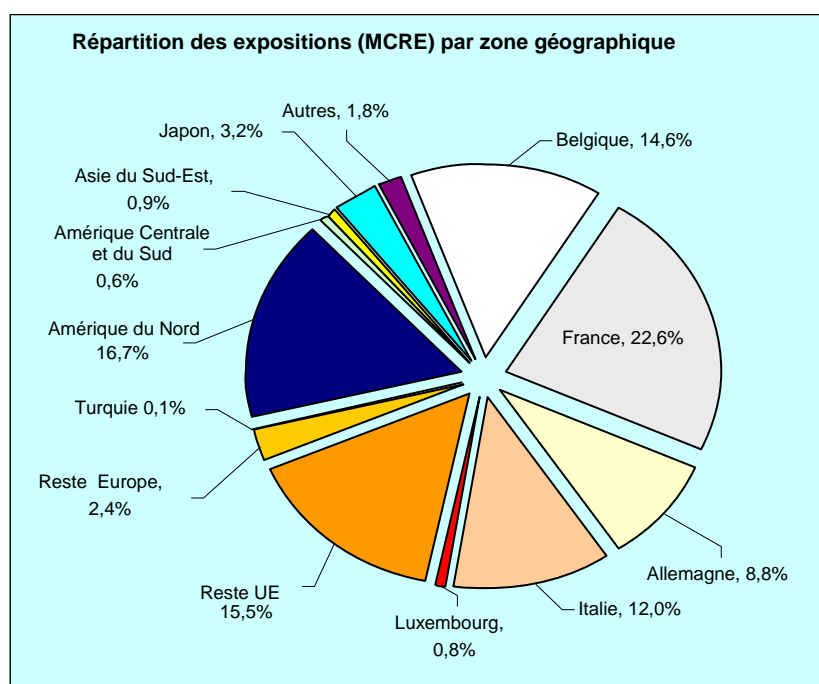
Données consolidées Dexia Crédit local hors FSA



En termes géographiques, la répartition par grands ensembles reste stable : 76,6 % des expositions (MCRE) sont dans l'Union Européenne contre 75,1 % au 31 décembre 2007. La principale augmentation est en Belgique (+ EUR 48,4 milliards) du fait des opérations intra groupe réalisées pour optimiser la gestion de la liquidité ; en-dehors de la Belgique (14,6 %), la principale croissance en volume en Europe reste en France (+ EUR 3,6 milliards soit + 3,6 %), bien que ce marché soit mature pour Dexia depuis longtemps et que le secteur public local y ait connu sa période de renouvellement électoral (suspension temporaire de décisions nouvelles) ; l'implantation de Dexia dans l'un de ses pays fondateurs reste donc très solide.

L'Amérique du Nord représente 16,7 % à EUR 75,4 milliards contre 17,3 % au 31 décembre 2007 malgré une augmentation remarquable de 13,4 % (EUR 8,9 milliards), tenant compte de la revalorisation de l'EUR par rapport à l'USD.

A noter, parmi les autres pays, une croissance du Japon (+ 40,4 % en volume) où se trouvent désormais 3,2 % du total des expositions de Dexia Crédit Local.



La répartition des expositions (EUR 455,4 milliards) croisée par **type de contrepartie et rating** est la suivante :

1. 85% des expositions (EUR 385 milliards) sont représentées par 3 types de contreparties :
 - 49% par le secteur public local, composé de collectivités locales et de leurs satellites (EUR 223,8 milliards) dont 38 % notés en AAA et 30 % notés en AA+/AA/ A- ;
 - 26% par les institutions financières (EUR 117,6 milliards), dont 15% sur des entités du groupe Dexia (EUR 68,4 milliards), dont 77 % notées en AA +/ AA/ AA- et 19 % notées en A+/A/ A- ;
 - et 10% par les souverains (EUR 43,6 milliards), dont 69 % notés en AAA ;
2. Le solde (15% des expositions de Dexia Crédit Local) est constitué à hauteur de :
 - 4 % d'ABS (EUR 18,9 milliards) dont 84,7% notés AAA,
 - 4% d'assureurs monoline (EUR 16,1 milliards), dont 80,5% notés AAA (EUR 13 milliards),
 - 3% sur les corporates (EUR 14,9 milliards) et 3% sur les financements de projet (EUR 14,8 milliards). 62,4 % des corporates et 76,6% des financements de projet ont une notation *Investment Grade*,
 - 1% de divers (comptes de régularisation, immobilisations, etc.).

Le volume de créances douteuses et litigieuses reste très bas à EUR 178 millions (même en légère baisse de 2 %). Les provisions affectées (EUR 63 millions) ont certes augmenté de 11 % mais restent très modestes et nettement inférieures à leur niveau de fin 2006.

(en EUR millions)	31/12/07	30/06/08	variation en montant	variation en %
Créances douteuses et litigieuses	182	178	-4	-2%
Provisions affectées	57	63	6	11%

Par ailleurs, la revue des titres à laquelle il a été procédé n'a conduit à passer aucun impairment au cours du premier semestre.

1.2.2 Les participations sur fonds propres de Dexia Crédit Local

Au cours du premier semestre 2008, la valorisation du portefeuille de participations sur fonds propres a diminué de 0,8% (- EUR 5,6 millions), pour atteindre un montant total de EUR 701 millions au 30 juin 2008 contre EUR 706 millions au 31 décembre 2007.

Sur le premier semestre 2008, le montant des *specific impairments* sur le portefeuille de participations a augmenté de 32,5% (+ EUR 18,6 millions) pour atteindre un montant de EUR 76 millions.

1.2.3 Le suivi des risques FSA

1.2.3.1 Portefeuille assuré de FSA (net après réassurance)

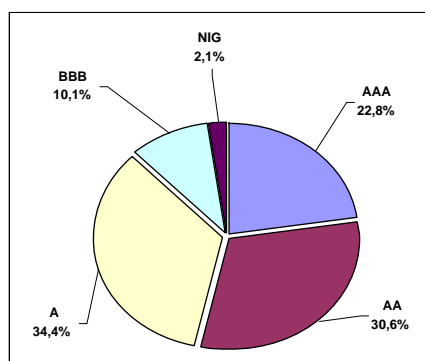
Au cours du 1^{er} semestre 2008, le montant global des engagements nets de FSA a progressé de USD 16,815 milliards, soit une hausse de 3,9%, pour atteindre un total de USD 443,327 milliards, dont 64,7 % sur le secteur public (« *municipal*») et 35,3 % sur les *Asset-Backed Securities* et financements structurés.

A la fois dans le cadre de la revue stratégique qui a été menée au cours du 2^{ème} trimestre 2008 sur les activités ABS et qui a abouti à l'annonce de l'arrêt de cette activité chez FSA au début du mois d'août 2008 et du fait de l'atonie du marché, le portefeuille a connu une nette décroissance au cours du 1^{er} semestre 2008. Seul le segment *Pooled Corporates* a été actif au 1^{er} trimestre 2008 avec des opérations structurées à des niveaux AAA et Super AAA. De la même manière, des transactions ont continué à être faites dans le segment des *auto-loans* jusqu'au mois d'avril 2008 ce qui explique que les expositions aient moins baissé que sur les autres segments dans cette activité.

Les deux segments qui ont connu les diminutions les plus fortes d'encours ont été les *Residential Mortgages* (-17,7%) et les Autres ABS et Infrastructures du fait essentiellement de l'activité *Financial Products* (- USD 1,1 milliard) et du fait de reclassements des transactions assurées par des *monolines* auparavant classifiées comme *Other Non Municipal* et à présent classifiées en fonction de la nature du sous-jacent.

A l'inverse du secteur ABS, le secteur municipal a connu un développement important du fait que certains *monolines* ayant vu leur rating se dégrader, FSA a pu profiter d'opportunités pour assurer des transactions soit en primaire soit en remplacement des dits *monolines*.

Au 30 juin 2008, la décomposition par rating du portefeuille de FSA est la suivante :



On note toutefois une dégradation relative de la qualité du portefeuille assuré avec une diminution de la part des AAA (- USD 9,7 milliards) au profit d'une part des transactions notées A et des transactions notées *Non Investment Grade*. Ceci s'explique d'une part par l'abaissement de la notation de transactions RMBS dans deux nouveaux secteurs que sont les *ALT A first lien* et les *option Arms* et d'autre part par l'impact important des *downgrades* des monolines sur la répartition par rating du portefeuille.

Au 30 juin 2008, le montant des provisions nettes constitué par FSA est de USD 888,2 millions (USD 98,1 millions au 31/12/2007).

Cette augmentation est liée :

- dans le secteur municipal, essentiellement au provisionnement à hauteur de 28% des expositions sur Jefferson County Sewer (USD 51 millions) ainsi qu'à une transaction financement de projets assurée par XL (USD 18 millions) ;
- dans le secteur *Pooled Corporates*, à une transaction synthétique dont le collatéral est composé de *bonds High Yield* et dont les performances, contrairement au reste du portefeuille de ce type, se sont avérées très faibles, pour un montant de USD 50 millions ;
- aux évolutions dans le secteur RMBS :
 - du portefeuille HELOCs avec USD 465 millions complémentaires par rapport au 31 décembre 2007 du fait d'une baisse récurrente des taux de tirages et d'hypothèses d'une reprise des prix de l'immobilier au cours de 2009 seulement ;
 - des autres expositions RMBS avec une dotation de USD 207 millions sur huit transactions nouvelles dans le secteur des *Alt-A second Liens* et des *Option ARMs*.

La faillite du réassureur BluePoint n'aura pas d'effet matériel pour FSA. Les expositions réassurées par BluePoint s'élèvent à USD 8,7 milliards dont USD 227 millions d'expositions sur le secteur MBS (*Mortgage Backed Securities*). Ces expositions seront reprises par FSA en échange de USD 108 millions correspondant aux primes non encore perçues et aux provisions passées par BluePoint sur ces encours, qui ont fait l'objet d'un dépôt collatéral en totalité au bénéfice de FSA. Le montant des provisions additionnelles qui pourraient être comptabilisées par FSA au titre de ces encours est, compte tenu des éléments aujourd'hui disponibles, peu significatif.

Enfin, il est rappelé, comme cela avait été mentionné dans le rapport annuel 2007, que FSA fait l'objet, ainsi que d'autres institutions financières, d'une enquête diligentée par les autorités américaines sur le processus de commercialisation de contrats d'investissements garantis qui est à l'origine, de la part de certaines contreparties, de recours alléguant une violation des lois antitrust en vigueur aux Etats-Unis. Ces recours ne précisant généralement pas les dommages, intérêts ou autres coûts liés, FSA ne peut donner une estimation raisonnable de l'impact financier qui pourrait en résulter.

1.2.3.2 Portefeuille de l'activité de *Financial Products*

Les expositions de l'activité *Financial Products* au 30 juin 2008 s'élèvent à USD 16,863 milliards (contre USD 17,765 milliards au 31/12/07), dont 4,8% sont *Non Investment Grade* (NIG).

Ce portefeuille s'est sensiblement détérioré au cours du 1^{er} semestre 2008 (et surtout au 2^{ème} trimestre 2008) dans la mesure où aujourd'hui les expositions encore notées AAA ne représentent plus que 63,8% du total contre 92% au 31 décembre 2007.

Cette détérioration est sensible dans le secteur des RMBS qui représentent 73% du portefeuille total et ce surtout dans les segments *subprime et Alt-A*.

Au 30 juin 2008, il a été constaté au niveau du portefeuille *Financial Products* USD 1,042 milliard (*pre-tax*) d'impairment sur des transactions pour lesquelles il a été estimé que la totalité des sommes dues ne pourrait pas être recouvrée à l'échéance.

Ce montant correspond à la totalité du *marked to market* constaté au 30 juin 2008 sur ces transactions (86 transactions sont concernées). En revanche, FSA estime après avoir fait des projections sur chacune de ces transactions que la perte économique finale devrait se limiter à USD 316 millions USD (*pre-tax*). La situation de liquidité fait par ailleurs l'objet d'un suivi précis, rapporté mensuellement au comité ALCO Groupe. Au delà de la trésorerie dont dispose FSA (USD 1,8 milliard), Dexia a accordé à FSA une ligne de liquidité de USD 5 milliards pour tenir compte des scénarios de stress qui pourraient conduire à faire face à des demandes de remboursement non prévues.

1.2.4 Les risques financiers

1.2.4.1 Les risques de marché et risques ALM

En termes de risques marché et de risques ALM, un seul dépassement de limite a été constaté sur le semestre, non significatif à l'échelle de Dexia Crédit Local et ayant été régularisé immédiatement. Les limites ont été consommées à hauteur de 27 % sur la partie risques marché et à hauteur de 40,6 % sur les risques ALM.

1.2.4.2 Les ratios de liquidité

Une nouvelle norme de mesure du risque de liquidité à moyen terme, basée sur une approche dynamique et plusieurs scénarii plus ou moins stressés, est rentrée en vigueur au 31/12/2007.

La norme de mesure du risque de liquidité à court terme reste inchangée.

Aucune limite n'a été dépassée pour Dexia Crédit Local. Au demeurant et compte tenu de la crise actuelle, la liquidité fait l'objet d'un pilotage spécifique au niveau de Dexia Crédit Local et au niveau du groupe Dexia.

1.2.4.3 Les risques actions et *spread* sur le *banking book*

- le montant de la réserve AFS Actions au 30/06/2008 est de EUR 145,5 millions ;
- le montant de la réserve AFS pour le portefeuille CSP (*Credit Spread Portfolio*) est de – EUR 1.005 millions au 30 juin 2008 avec une sensibilité pour 1 bp de EUR 20,9 millions essentiellement sur les banques, *covered bonds* et souverains G 12 ;
- le montant de la réserve AFS pour le portefeuille PSP (*Public Spread Portfolio*) est de – EUR 1.267 millions au 30 juin 2008 avec une sensibilité pour 1 bp de EUR 50,9 millions ;

1.2.4.4 Le portefeuille de trading

Au 30 juin 2008, le portefeuille de *trading* CST (*Credit Structuring and Trading*) a atteint un résultat de – EUR 8,7 millions et le portefeuille CSP *Trading*, qui est en voie d'extinction, – EUR 54 millions.

1.2.5 Les risques opérationnels

Sur l'ensemble du groupe Dexia Crédit Local, 137 incidents ont été collectés au cours du second trimestre 2008. 59 ont eu un impact financier immédiat dont 29 avec un impact supérieur à EUR 2.500.

Par rapport au trimestre précédent, une augmentation de 90% du nombre d'incidents collectés est constatée. En revanche sur une période de deux ans, le nombre d'incidents collectés avec un impact financier supérieur à EUR 2.500 reste du même ordre de grandeur : entre 13 et 29 incidents par trimestre avec en moyenne 21 incidents par trimestre.

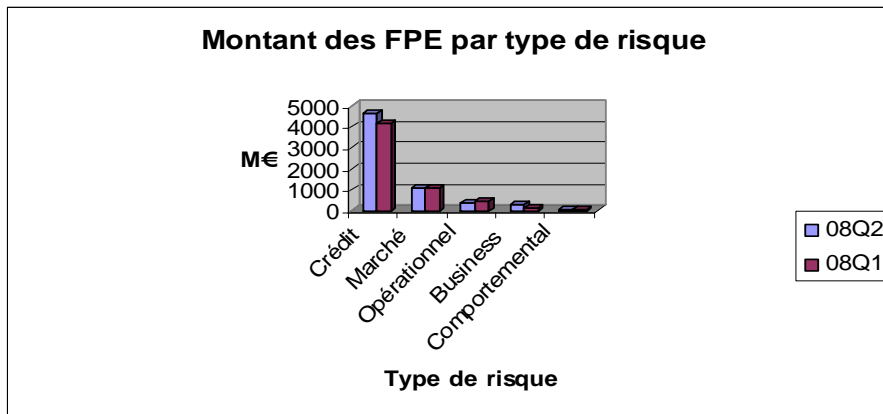
La perte potentielle reste marginale mais chaque incident donne lieu à un plan d'action approprié pour permettre d'éviter que celui ci ne se reproduise.

1.2.6 Le processus d'évaluation de l'adéquation du capital interne

Le périmètre de calcul concerne Dexia Crédit Local et ses filiales. Le calcul des fonds propres économiques (FPE) a été effectué à l'échelle de Dexia pour prendre en compte les effets de diversification et de concentration. Les FPE ont ensuite été alloués aux différents segments d'activité de Dexia Crédit Local.

Les FPE mobilisés par Dexia Crédit Local consolidé sont passés de EUR 5.833 millions à EUR 6.352 millions entre le 1^{er} trimestre (données d'entrée = encours au 31/12/2007) et le 2^{ème} trimestre 2008 (encours au 31/03/2008).

La répartition par type de risques est la suivante :



1.2.7 Principaux risques et incertitudes pour les six mois à venir

Les principaux risques de Dexia Crédit Local et leur évolution sont présentés dans les points ci-avant de la partie 1.2. Il est notamment fait référence aux impacts de la situation aux Etats Unis et de la situation globale du marché immobilier.

La crise des subprimes, devenue une crise financière internationale, qui touche actuellement l'ensemble du secteur bancaire, ainsi que l'évolution de l'environnement économique sont susceptibles pour les mois à venir de peser sur certaines activités de la banque.

1.3 Résultats de l'activité

1.3.1 Evolution du groupe

Par rapport au 1^{er} semestre 2007, il n'y a pas eu de variation significative du périmètre de consolidation. Le développement à l'international constitue l'essentiel des mouvements, dont le détail est présenté dans l'annexe des comptes consolidés condensés.

1.3.2 Evolution des règles comptables

Les états financiers consolidés de Dexia Crédit Local ont été établis suivant les normes IFRS en respectant l'ensemble des normes et des interprétations publiées et adoptées par la Commission Européenne à la clôture des comptes, tel qu'exposé dans la note 2.5.1 - Cadre général de présentation et d'évaluation des comptes consolidés.

1.3.3 Comptes consolidés semestriels condensés

1.3.3.1 Faits marquants du semestre

Les opérations importantes ayant un impact sur les comptes consolidés sont décrites ci-dessous, et sont principalement centrées sur l'activité de la filiale FSA.

- Dexia Crédit Local a procédé à une évaluation de la valeur de la société FSA en utilisant deux méthodes : le multiple de l'ABV (*Adjusted Book Value*) et l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Le résultat de ces estimations montre que la valeur courante de FSA est sensiblement inférieure à la valeur figurant jusqu'ici dans les comptes consolidés qui intégrait une survaleur de EUR 1 181 millions. En raison des incertitudes sur l'industrie du rehaussement de crédit aux Etats-Unis, Dexia Crédit Local a décidé d'enregistrer une provision sur la totalité de cette survaleur. La société est dorénavant évaluée dans les comptes consolidés du groupe Dexia Crédit Local pour sa valeur en fonds propres.
- En raison de la détérioration de l'environnement économique aux Etats-Unis, FSA a renforcé de manière significative le niveau de ses provisions sur le portefeuille *Financial Products* et le portefeuille assuré avec un impact significatif de EUR 1,3 milliard sur le coût du risque constaté sur le premier semestre 2008. L'impact est de EUR 628 millions sur le segment Assurance et de EUR 675 millions sur le segment *Financial Products*.

FSA a en particulier pris en compte, sur le secteur adossé aux *home equity lines of credits* (HELOC) et aux prêts hypothécaires Alt-A (*near-prime*) *closed-end- second lien* (CES) ainsi que sur certains dossiers spécifiques, des compléments de provisions pour un total de USD 2.013 millions, soit EUR 1.303 millions.

- Le coût du risque sur les autres activités du groupe Dexia Crédit Local reste extrêmement faible avec un impact de EUR 18 millions sur les six premiers mois de l'année, démontrant la bonne qualité du portefeuille de la banque.
- Une réévaluation de EUR 494 millions a été enregistrée sur les passifs de FSA comptabilisés selon l'option de juste valeur suite à un fort élargissement du *spread* de crédit de cette société sur le premier semestre 2008.
- Les portefeuilles d'investissement de *Credit Spread Portfolio* (CSP) et *Public Spread Portfolio* (PSP), bien que conservateurs en termes de *rating* et de liquidité, ont continué, sur le premier trimestre 2008, à être impactés par l'élargissement généralisé des *spreads* de crédit, en raison de la contagion de la crise sur les *monolines* et les banques d'investissement américaines. Le niveau des gains ou pertes latents ou différés présentés au bilan s'est toutefois stabilisé au cours du second trimestre 2008.

- La variation de ce poste pour EUR 2,4 milliards après impôts observée sur le premier semestre 2008 est essentiellement portée par les actifs logés chez FSA et les succursales de Dublin et New-York. Cette variation est induite par l'élargissement des *spreads* sur les segments *Public Finance Utilities*, secteur bancaire et *Mortgage Backed Securities*.
- Le groupe Dexia Crédit Local a enregistré sur le premier semestre 2008 un gain d'impôt en raison, notamment, de changements fiscaux intervenus en Italie, permettant à sa filiale Dexia Crediop de constater un produit d'impôt de EUR 67 millions.

1.3.3.2 Evolution du résultat

Le produit net bancaire consolidé du premier semestre 2008 s'élève à EUR 1.463 millions contre EUR 1.106 millions au 1^{er} semestre 2007, soit une hausse de 32,3%.

Des éléments non récurrents contribuent à l'augmentation apparente du produit net bancaire du semestre. Pour rappel, le PNB 2007 comprenait une plus value de EUR 33 millions sur actions stratégiques et un effet de la valorisation des CDS (*Credit Default Swap*) de FSA pour - EUR 43 millions. Le PNB 2008 comprend des effets significatifs liés à la variation de valeur de marché constatée sur les dettes valorisées en juste valeur par résultat qui enregistrent du fait de la dégradation des *spreads* un gain de + EUR 494 millions sur le semestre. Il comprend en symétrie une dégradation de la valeur des CDS de FSA pour - EUR 129 millions.

Corrigé de ces éléments, le PNB de Dexia Crédit Local affiche une diminution de -1,6%.

Les charges d'exploitation (frais généraux et charges d'amortissement) sur base consolidée ont diminué de 2,4% pour atteindre un montant de - EUR 325 millions contre - EUR 333 millions au 1^{er} semestre 2007. Hors effet dollar (+ EUR 9 millions) et impact du déménagement en 2007 à La Défense (-EUR 6 millions), les frais auraient progressés de EUR 7 millions, soit 2,1%.

Le Résultat Brut d'Exploitation corrigé diminue de - 3,2%. Il s'établit à EUR 764 millions au 30 juin 2008 contre EUR 789 millions au 30 juin 2007.

Le coefficient d'exploitation corrigé passe de 29,3% à 30,4%.

Le coût du risque porte sur les portefeuilles suivants :

	1 ^{er} semestre 2007	1 ^{er} semestre 2008	Variation
Crédits (prêts et titres détenus jusqu'à leur échéance)	-5	-18	-13
Rehaussement de crédit	-7	-628	-621
Titres disponibles à la vente (hors actions)	+10	-675	-685
Total :	-2	-1 321	-1 319

Compte tenu des incertitudes sur le domaine d'activité *monoline* aux Etats-Unis, Dexia Crédit Local a procédé au provisionnement intégral de l'écart d'acquisition qu'elle détenait sur sa filiale FSA. Ce provisionnement s'élève à EUR 1.181 millions.

Le poste **impôts sur les bénéfices** est positif à hauteur de EUR 251 millions et ce en raison des pertes enregistrées sur le semestre ; Ce poste tient compte de changements de nature fiscale en Italie qui permettent à cette filiale de constater un produit d'impôt de EUR 67 millions.

Le **résultat net consolidé** (part du groupe) s'établit à - EUR 982 millions au 30 juin 2008 contre 585 millions en juin 2007.

2 COMPTES CONSOLIDES

2.1. Bilan consolidé

Dexia Crédit Local - bilan consolidé				
	Actif (en millions d'EUR)	Montant au 30 juin 2007	Montant au 31 décembre 2007	Montant au 30 juin 2008
I.	Caisses, banques centrales, CCP	1 643	1 553	2 194
II.	Actifs financiers à la juste valeur par résultat	19 697	24 098	23 034
III.	Instruments dérivés de couverture	10 556	10 367	10 281
IV.	Actifs financiers disponibles à la vente	121 842	130 761	131 160
V.	Prêts et créances sur établissements de crédit	26 086	20 832	40 046
VI.	Prêts et créances sur la clientèle	129 539	146 568	156 193
VII.	Ecart de réévaluation des portefeuilles couverts en taux	(543)	(364)	(199)
VIII.	Actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance	1 285	1 272	1 116
IX.	Actifs d'impôts courants	146	161	247
X.	Actifs d'impôts différés	38	436	1 347
XI.	Comptes de régularisation et actifs divers	6 173	7 324	8 221
XIII.	Participations dans des entreprises mises en équivalence	427	459	450
XIV.	Immeubles de placement	2	0	0
XV.	Immobilisations corporelles	509	499	508
XVI.	Immobilisations incorporelles	64	71	73
XVII.	Ecarts d'acquisition	1 385	1 387	206
	Total de l'actif	318 849	345 424	374 877

Dexia Crédit Local - bilan consolidé				
	Passif (en millions d'EUR)	Montant au 30 juin 2007	Montant au 31 décembre 2007	Montant au 30 juin 2008
I.	Banques centrales, CCP	6 865	7 630	16 017
II.	Passifs financiers à la juste valeur par résultat (1)	10 965	12 290	12 431
III.	Instruments dérivés de couverture	12 263	13 755	16 127
IV.	Dettes envers les établissements de crédit	90 481	99 247	110 198
V.	Dettes envers la clientèle (1)	20 377	19 938	17 767
VI.	Dettes représentées par un titre	158 203	176 010	187 905
VII.	Ecart de réévaluation des portefeuilles couverts en taux	(649)	(447)	(964)
VIII.	Passifs d'impôts courants	67	77	156
IX.	Passifs d'impôts différés	702	260	81
X.	Comptes de régularisation et passifs divers	6 693	5 199	7 268
XII.	Provisions techniques des sociétés d'assurance	148	134	542
XIII.	Provisions	127	102	152
XIV.	Dettes subordonnées	4 336	4 942	4 910
XV.	Capitaux propres	8 271	6 287	2 287
XVI.	Capitaux propres, part du groupe	7 447	5 528	1 750
XVII.	Capital et réserves liées	3 114	3 114	3 114
XVIII.	Réserves consolidées (2)	2 909	2 889	3 471
XIX.	Gains ou pertes latents ou différés	839	(1 454)	(3 853)
XX.	Résultat de l'exercice (2)	585	979	(982)
XXI.	Intérêts minoritaires	824	759	537
	Total passif	318 849	345 424	374 877

(1) Comme précisé dans la note 1.3 "Règles de présentation et d'évaluation des comptes consolidés" du rapport annuel 2007, un montant de 7.7 milliards d'euros a été reclassé de la ligne II. "Passifs financiers à la juste valeur par résultat" vers la ligne V. "Dettes envers la clientèle" au 30 juin 2007, sans incidence sur le résultat de la période.

(2) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007, pour 4 millions d'euros au 30 juin et 12 millions d'euros au 31 décembre.

2.2. Compte de résultat consolidé

Dexia Crédit Local - Compte de résultat consolidé				
	(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Exercice 2007	Premier semestre 2008
I.	Intérêts et produits assimilés	23 443	50 407	27 387
II.	Intérêts et charges assimilées	(22 783)	(49 108)	(26 623)
III.	Commissions (produits)	76	147	89
IV.	Commissions (charges)	(22)	(49)	(34)
V.	Gains ou pertes nets sur instruments financiers à la juste valeur par résultat	103	(295)	419
VI.	Gains ou pertes nets sur actifs financiers disponibles à la vente	132	388	75
VII.	Produits des autres activités (1)	245	506	242
VIII.	Charges des autres activités (1)	(88)	(196)	(92)
IX.	Produit net bancaire	1 106	1 800	1 463
X.	Charges générales d'exploitation (2)	(310)	(618)	(299)
XI.	Dotations aux amortissements et aux dépréciations des immobilisations corporelles et incorporelles	(23)	(52)	(26)
XII.	Résultat brut d'exploitation	773	1 130	1 138
XIII.	Coût du risque	(2)	(46)	(1 321)
XIV.	Résultat d'exploitation	771	1 084	(183)
XV.	Quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence (2)	34	58	28
XVI.	Gains ou pertes nets sur autres actifs	0	0	0
XVII.	Variation de valeur des écarts d'acquisition	0	0	(1 181)
XVIII.	Résultat avant impôt	805	1 142	(1 336)
XIX.	Impôts sur les bénéfices	(183)	(108)	251
XXI.	Résultat net (2)	622	1 034	(1 085)
XXII.	Intérêts minoritaires	37	55	(103)
XXIII.	Résultat net part du groupe (2)	585	979	(982)
	Résultat net par action, part du groupe			
	- de base	6,72	11,25	-11,28
	- dilué	6,72	11,25	-11,28

(1) dont marge technique des compagnies d'assurance

155

306

144

(2) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007 : ce reclassement a pour effet d'augmenter d'une part les charges d'exploitation (2 millions d'euros au 30 juin et 9 millions d'euros au 31 décembre), et de diminuer d'autre part la quote-part du résultat net des entreprises mises en équivalence (2 millions d'euros au 30 juin et 3 millions d'euros au 31 décembre). Le résultat net diminue donc de 4 millions d'euros au 30 juin 2007, et de 12 millions d'euros au 31 décembre 2007.

2.3. Variation des fonds propres consolidés

	Fonds propres durs			Gains ou pertes latents ou différés				Capitaux propres part du groupe	Intérêts minoritaires			Capitaux propres
	Capital souscrit, Prime d'émission et d'apport	Réserves consolidées et résultat net de la période	Total	Variation de juste valeur des titres disponibles à la vente, nette d'impôt	Variation de juste valeur des instruments dérivés de couverture de flux de trésorerie, nette d'impôt	Ecarts de conversion	Total		Fonds propres durs	Gains ou pertes latents ou différés	Total	
(en millions d' EUR)												
Au 31 décembre 2006	3 114	3 206	6 320	969	(26)	(91)	852	7 172	767	45	812	7 984
<i>Mouvements de l'exercice</i>												
- Variations du capital	0	0	0				0	0	0		0	0
- Variations des primes d'émission et d'apport	0	0	0				0	0	0		0	0
- Dividendes		(300)	(300)				0	(300)	(18)		(18)	(318)
- Ecarts de conversion			0	(5)	(1)	(44)	(50)	(50)		(7)	(7)	(57)
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente affectant les capitaux propres			0	(293)			(293)	(293)		1	1	(292)
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés affectant les capitaux propres			0		387		387	387		0	0	387
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente rapportée au résultat			0	(44)			(44)	(44)		0	0	(44)
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés rapportée au résultat			0		(11)		(11)	(11)		0	0	(11)
- Résultat net de la période (1)		585	585				0	585	37		37	622
- Autres variations (1)	0	3	3	(2)	0	0	(2)	1	0	(1)	(1)	0
Au 30 juin 2007	3 114	3 494	6 608	625	349	(135)	839	7 447	786	38	824	8 271
<i>Mouvements de l'exercice</i>												
- Variations du capital	0	0	0				0	0	18		18	18
- Variations des primes d'émission et d'apport	0	0	0				0	0	0		0	0
- Dividendes		(20)	(20)				0	(20)	(1)		(1)	(21)
- Ecarts de conversion			0	46	13	(150)	(91)	(91)		(14)	(14)	(105)
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente affectant les capitaux propres			0	(1 717)			(1 717)	(1 717)		(90)	(90)	(1 807)
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés affectant les capitaux propres			0		(298)		(298)	(298)		1	1	(297)
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente rapportée au résultat			0	(171)			(171)	(171)		2	2	(169)
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés rapportée au résultat			0		(18)		(18)	(18)		0	0	(18)
- Résultat net de la période (1)		394	394				0	394	18		18	412
- Autres variations (1)	0	0	0	2	0	0	2	2	0	1	1	3
Au 31 décembre 2007	3 114	3 868	6 982	(1 215)	46	(285)	(1 454)	5 528	821	(62)	759	6 287
<i>Mouvements de l'exercice</i>												
- Variations du capital	0	0	0				0	0	48		48	48
- Variations des primes d'émission et d'apport	0	0	0				0	0	0		0	0
- Dividendes		(396)	(396)				0	(396)	(19)		(19)	(415)
- Ecarts de conversion			0	78	7	(100)	(15)	(15)		0	0	(15)
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente affectant les capitaux propres			0	(2 881)			(2 881)	(2 881)		(198)	(198)	(3 079)
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés affectant les capitaux propres			0		64		64	64		(6)	(6)	58
- Variation de la juste valeur des valeurs mobilières disponibles à la vente rapportée au résultat			0	412			412	412		52	52	464
- Variation de la juste valeur des instruments dérivés rapportée au résultat			0		0		0	0		0	0	0
- Résultat net de la période		(982)	(982)				0	(982)	(103)		(103)	(1 085)
- Autres variations	0	(1)	(1)	21	0	0	21	20	0	4	4	24
Au 30 juin 2008	3 114	2 489	5 603	(3 585)	117	(385)	(3 853)	1 750	747	(210)	537	2 287

(1) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007, pour 4 millions d'euros au 30 juin et 12 millions d'euros au 31 décembre.

Le capital social de Dexia Crédit Local d'un montant de 1 327 004 846 euros est composé de 87 045 757 actions.

2.4. Tableau des flux de trésorerie consolidés

(en millions d'EUR)	Montant au 30 juin 2007	Montant au 31 décembre 2007	Montant au 30 juin 2008
Flux de financement des activités opérationnelles			
Résultat net après taxes (1)	622	1 034	(1 085)
<i>Ajustements pour :</i>			
- Corrections de valeur, amortissements et autres dépréciations	28	62	1 215
- Dépréciations sur obligations, actions, prêts et autres actifs	(49)	(58)	705
- Gains nets sur investissements	(55)	(237)	(12)
- Variations des provisions	44	42	486
- Pertes et profits non réalisés	85	(82)	10
- Revenus des entreprises associées (1)	(34)	(58)	(28)
- Dividendes des entreprises associées	21	21	22
- Impôts différés	3	(161)	(391)
- Autres ajustements	0	0	0
Variation des actifs opérationnels et des dettes (1)	(1 740)	(193)	17 950
Flux net de trésorerie généré (consommé) par l'activité opérationnelle	(1 075)	370	18 872
Flux de financement des activités d'investissement			
Acquisition d'immobilisations	(51)	(106)	(48)
Vente d'immobilisations	2	9	4
Acquisitions d'actions non consolidées	(55)	(122)	(147)
Ventes d'actions non consolidées	115	463	21
Acquisition de filiales	(2)	(24)	(10)
Vente de filiales	1	3	1
Flux net de trésorerie généré (consommé) par les activités d'investissement	10	223	(179)
Flux de financement des activités financières			
Emission de nouvelles actions	0	18	78
Remboursement de capital	0	0	0
Emission de dettes subordonnées	320	1 142	300
Remboursement de dettes subordonnées	(228)	(282)	(172)
Achat d'actions propres	0	0	0
Vente d'actions propres	0	0	0
Dividende payé	(318)	(339)	(415)
Flux net de trésorerie généré (consommé) par les activités de financement	(226)	539	(209)
Liquidités nettes dégagées	(1 291)	1 132	18 484
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture			
Flux net de trésorerie généré par l'activité opérationnelle	18 900	18 900	19 708
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	(1 075)	370	18 872
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement	10	223	(179)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	(226)	539	(209)
Effet de la variation des taux de change et du périmètre de consolidation sur la trésorerie et équivalents de trésorerie	(274)	(324)	(351)
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture	17 335	19 708	37 841
Informations complémentaires			
Impôt payé	(177)	(309)	(146)
Dividendes reçus	41	45	29
Intérêts perçus	23 656	48 945	28 089
Intérêts payés	(23 156)	(47 683)	(27 408)

(1) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007 : le résultat net diminue donc de 4 millions d'euros au 30 juin 2007, et de 12 millions d'euros au 31 décembre 2007, ainsi que le revenu des entreprises associées (baisse de 2 millions d'euros au 30 juin et de 3 millions d'euros au 31 décembre).

2.5 Annexe aux comptes consolidés semestriels condensés

2.5.1 Cadre général de présentation et d'évaluation des comptes consolidés condensés

Les états financiers consolidés condensés du groupe Dexia Crédit Local au titre de la période de six mois close le 30 juin 2008 ont été préparés en conformité avec la norme IAS 34 « Information financière intermédiaire ». Ainsi les notes présentées portent sur les principaux éléments significatifs du semestre et doivent donc être lues en liaison avec les états financiers consolidés audités de l'exercice clos le 31 décembre 2007 tels qu'ils figurent dans le document de référence au titre de l'exercice 2007.

Les états financiers consolidés sont établis en millions d'euros (EUR), sauf indications contraires.

Les principes et méthodes comptables retenus pour l'établissement des états financiers semestriels condensés sont identiques à ceux utilisés par Dexia Crédit Local pour l'établissement des états financiers de l'exercice clos le 31 décembre 2007 établis suivant les normes IFRS en respectant l'ensemble des normes et des interprétations publiées et adoptées par la Commission Européenne à la clôture des comptes.

L'ensemble des règles et méthodes de présentation et d'évaluation est exposé dans la note 1.3 des états financiers consolidés de l'exercice, complétée ci-après au paragraphe 2.5.6. - Règles et méthodes de présentation et d'évaluation des comptes consolidés.

En l'absence de modèle imposé par le référentiel IFRS, ces états sont établis conformément à la recommandation CNC n° 2004 – R.03 du 27 octobre 2004.

Lors de l'établissement des états financiers consolidés, la direction est amenée à faire des hypothèses et des estimations qui ont un impact sur les chiffres publiés. Bien que la direction estime avoir utilisé toutes les informations à sa disposition lors de l'établissement de ces prévisions, les chiffres réels pourraient différer des chiffres estimés et ces différences pourraient avoir un effet significatif sur les états financiers consolidés.

2.5.2 Evolutions du périmètre

Les principales évolutions du périmètre de consolidation du groupe Dexia Crédit Local depuis le premier semestre 2007 sont présentées ci-dessous ; aucune n'a eu un impact significatif sur les comptes :

- Création de Dexia Crediop Ireland,
- Déconsolidation de CLF Patrimoniale au 1^{er} octobre 2007,
- Dexia Holdings Inc. augmente sa participation dans FSA de 99,05 % à 99,34 % dans le cadre de l'accord de rachat d'actions décrit dans la note 3.10.c de l'annexe aux comptes consolidés du rapport annuel 2007,
- Entrée de FSA Seguros Mexico SA dans le périmètre de FSA,
- Entrée de Dexia Kommunalkredit Bank Polska dans le périmètre de consolidation de Dexia Kommunalkredit Bank, qui porte par ailleurs sa participation dans Dexia banka Slovensko de 78,98 % à 84.40 %,
- Kofis Finance et Kofis Leasing sortent du périmètre de Kommunalkredit Austria AG.

La liste des sociétés comprises dans le périmètre de consolidation au 31 décembre 2007 est présentée dans le rapport annuel 2007 (paragraphe 1.2 de l'annexe aux comptes consolidés, pages 91 à 98).

2.5.3 Faits marquants du semestre

Les opérations importantes ayant un impact sur les comptes consolidés sont décrites ci-dessous. Elles sont principalement centrées sur l'activité de la filiale FSA :

- Dexia Crédit Local a procédé à une évaluation de la valeur de la société FSA en utilisant deux méthodes : le multiple de l'ABV (*Adjusted Book Value*) et l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Le résultat de ces estimations montre que la valeur courante de FSA est sensiblement inférieure à la valeur figurant jusqu'ici dans les comptes consolidés qui intégrait une survaleur de EUR 1 181 millions. En raison des incertitudes sur l'industrie du rehaussement de crédit aux Etats-Unis, Dexia Crédit Local a décidé d'enregistrer une provision sur la totalité de cette survaleur. La société est dorénavant évaluée dans les comptes consolidés du groupe Dexia Crédit Local pour sa valeur en fonds propres.
- En raison de la détérioration de l'environnement économique aux Etats-Unis, FSA a renforcé de manière significative le niveau de ses provisions sur le portefeuille *Financial Products* et le portefeuille assuré avec un impact significatif de EUR 1,3 milliard sur le coût du risque constaté sur le premier semestre 2008. L'impact est de EUR 628 millions sur le segment Assurance et de EUR 675 millions sur le segment *Financial Products*.

FSA a en particulier pris en compte, sur le secteur adossé aux *home equity lines of credits* (HELOC) et aux prêts hypothécaires *Alt-A (near-prime) closed-end- second lien (CES)* ainsi que sur certains dossiers spécifiques, des compléments de provisions pour un total de USD 2.013 millions, soit EUR 1.303 millions.

- Le coût du risque sur les autres activités du groupe Dexia Crédit Local a un impact négatif sur le résultat de EUR 18 millions sur les six premiers mois de l'année.
- Sur l'ensemble du groupe Dexia Crédit Local, les portefeuilles d'investissement de *Credit Spread Portfolio* (CSP) et *Public Spread Portfolio* (PSP), bien que conservateurs en termes de *rating* et de liquidité, ont continué, sur le premier trimestre 2008, à être impactés par l'élargissement généralisé des *spreads* de crédit, en raison de la contagion de la crise sur les *monolines* et les banques d'investissement américaines. Le niveau des gains ou pertes latents ou différés présentés au bilan s'est ensuite stabilisé au cours du second trimestre 2008.
La variation négative de EUR 2,4 milliards après impôts de la réserve AFS du groupe observée sur le premier semestre 2008 est essentiellement portée par les actifs logés chez FSA et les succursales de Dublin et New-York. Cette variation est induite par l'élargissement des *spreads* sur les segments *Public Finance Utilities*, secteur bancaire et *Mortgage Backed Securities*.
- Une réévaluation de EUR 494 millions a été enregistrée sur les passifs de FSA comptabilisés selon l'option de juste valeur suite à un fort élargissement du *spread* de crédit de cette société sur le premier semestre 2008.
- Le groupe Dexia Crédit Local enregistre sur le premier semestre 2008 un gain d'impôt en raison, notamment, de changement fiscaux intervenus en Italie, permettant à sa filiale Dexia Crediop de constater un produit d'impôt de EUR 67 millions.

2.5.4 Notes sur le compte de résultat

Gains ou pertes nets sur instruments financiers à la juste valeur par résultat

(poste V. du compte de résultat)

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Résultat net de transaction	16	(65)
Résultat net de comptabilité de couverture	40	(9)
Résultat net d'instruments financiers désignés à la juste valeur (*)	18	3
Variation du risque de crédit propre	0	494
Résultat net sur opérations de change	29	(4)
Total	103	419

(*) Dont dérivés de transaction utilisés dans le cadre de l'option de juste valeur

-129

95

Une réévaluation de 494 millions d'euros a été enregistrée sur les passifs de FSA comptabilisés selon l'option de juste valeur suite à un fort élargissement du spread de crédit de cette société sur le premier semestre 2008.

Analyse du résultat net de la comptabilité de couverture

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Couvertures de juste valeur	(4)	(9)
Changement de juste valeur de l'élément couvert attribuable au risque couvert	496	1 399
Changement de juste valeur des dérivés de couverture	(500)	(1 408)
Couvertures de flux de trésorerie	44	0
Changement de juste valeur des dérivés de couverture - inefficacité	0	0
Interruption de relations de couverture de flux de trésorerie (flux de trésorerie dont la forte probabilité n'est plus assurée)	44	0
Couvertures d'investissements nets dans une activité à l'étranger	0	0
Changement de juste valeur des dérivés de couverture - inefficacité	0	0
Couverture de portefeuilles couverts en taux	0	0
Changement de juste valeur de l'élément couvert	(164)	309
Changement de juste valeur des dérivés de couverture	164	(309)
Total	40	(9)

Montant recyclé en marge d'intérêt en provenance de la réserve de juste valeur sur les instruments dérivés de couverture de flux de trésorerie (lié aux instruments dérivés pour lesquels la relation de couverture a été interrompue)

7

7

Gains ou pertes nets sur actifs financiers disponibles à la vente

(poste VI. du compte de résultat)

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Dividendes des titres disponibles à la vente	20	7
Résultats de cession des prêts et titres disponibles à la vente	108	79
Dépréciation des titres à revenu variable disponibles à la vente	0	(24)
Résultats de cession des titres détenus jusqu'à échéance	0	0
Résultats de cession des dettes représentées par un titre	4	13
Total	132	75

Charges générales d'exploitation

(poste X. du compte de résultat)

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Frais de personnel (1)	(172)	(160)
Frais généraux et administratifs	(113)	(120)
Frais d'acquisition différés	(25)	(19)
Total	(310)	(299)

(1) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007, ce qui a pour effet d'augmenter les charges d'exploitation de 2 millions d'euros au 30 juin.

Coût du risque

(poste XIII. du compte de résultat)

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007			Premier semestre 2008		
	Dépréciation collective	Dépréciation spécifique et pertes	TOTAL	Dépréciation collective	Dépréciation spécifique et pertes	TOTAL
Crédit (prêts, engagements, titres détenus jusqu'à leur échéance)	(35)	30	(5)	(7)	(11)	(18)
Rehaussement de crédit	(8)	1	(7)	43	(671)	(628)
Titres à revenu fixe disponibles à la vente		10	10		(675)	(675)
Total	(43)	41	(2)	36	(1 357)	(1 321)

Le coût du risque au 1er semestre 2008 est marqué par les provisions constituées par FSA pour 1303 millions d'euros, dont, en particulier, 491 millions d'euros sur les "home equity lines of credit" (HELOC), 491 millions d'euros sur les prêts hypothécaires ALTA (near prime) et 35 millions d'euros sur les closed-end-second lien (CES).

Gains ou pertes nets sur autres actifs

(poste XVI. du compte de résultat)

Néant.

Variation de valeur des écarts d'acquisition

(poste XVII. du compte de résultat)

Dexia Crédit Local a procédé à une évaluation de la valeur de la société FSA en utilisant deux méthodes : le multiple de l'ABV (Adjusted Book Value) et l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Le résultat de ces estimations montre que la valeur courante de FSA est sensiblement inférieure à la valeur figurant jusqu'ici dans les comptes consolidés qui intégrait une survalueur de EUR 1 181 millions. En raison des incertitudes sur l'industrie du rehaussement de crédit aux Etats-Unis, Dexia Crédit Local a décidé d'enregistrer une provision sur la totalité de cette survalueur. La société est dorénavant évaluée dans les comptes consolidés du groupe Dexia Crédit Local pour sa valeur en fonds propres.

2.5.5 Répartition géographique du résultat et analyse par métiers

Répartition géographique du résultat

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Produit net bancaire	1 106	1 463
Eurozone (pays utilisant l'Euro)	686	581
Reste de l'Europe	53	51
Etats-Unis	350	774
Autres pays	17	57
Résultat net des entreprises mises en équivalence	34	28
Eurozone (pays utilisant l'Euro) (1)	34	28
Reste de l'Europe	0	0
Etats-Unis	0	0
Autres pays	0	0
Résultat avant impôt	805	(1 336)
Eurozone (pays utilisant l'Euro) (1)	493	359
Reste de l'Europe	43	40
Etats-Unis	264	(1 773)
Autres pays	5	38

(1) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007.

Analyse par métiers

(en millions d'EUR)	Premier semestre 2007	Premier semestre 2008
Produit net bancaire	1 106	1 463
Services financiers au secteur public, financement de projet et rehaussement de crédit	930	1 447
Services financiers aux particuliers	16	20
Trésorerie et marchés financiers	91	57
Autres	69	(61)
Résultat net des entreprises mises en équivalence	34	28
Services financiers au secteur public, financement de projet et rehaussement de crédit	13	14
Services financiers aux particuliers (1)	15	13
Trésorerie et marchés financiers	0	
Autres	6	1
Résultat avant impôt	805	-1 336
Services financiers au secteur public, financement de projet et rehaussement de crédit (1)	663	-119
Services financiers aux particuliers (1)	20	18
Trésorerie et marchés financiers	73	23
Autres	49	(1 258)

(1) Conformément à l'application du texte IFRIC 11 "Plan d'options au sein d'un groupe", les charges relatives aux plans d'options ont été reclassées en Réserves consolidées en 2007.

2.5.6 Règles et méthodes de présentation et d'évaluation des comptes consolidés

Les comptes intermédiaires sont établis selon les mêmes principes comptables et règles d'évaluation que ceux utilisés par le groupe pour l'élaboration des états financiers consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2007 tels que décrits dans le rapport annuel 2007 (paragraphe 1.3 de l'annexe aux comptes consolidés, pages 98 à 109).

Changements dans les règles et textes comptables intervenus depuis la dernière publication annuelle, qui peuvent impacter le groupe Dexia Crédit Local

- **Nouvelles normes IFRS, interprétations IFRIC et amendements publiés**

- Amendements

Sur le 1^{er} semestre 2008, l'IASB a publié les amendements suivants :

- IFRS 2 « Paiement fondé sur des actions » *Conditions d'acquisition et annulations de plan d'achats d'actions*. Cet amendement sera applicable à partir du 1^{er} janvier 2009 et n'aura pas d'impact significatif pour Dexia Crédit Local.
- IAS 32 « Instruments financiers : présentation » *Instruments financiers cessibles et obligations provenant d'une liquidation*. Cet amendement sera applicable à partir du 1^{er} janvier 2009 et son impact sur Dexia Crédit Local est en cours d'analyse.
- IFRS 1 « Première adoption des Normes internationales d'information financière » et IAS 27 « États financiers consolidés et individuels » – Coût d'un investissement dans une filiale, une entité contrôlée conjointement ou dans une entreprise associée. Cet amendement sera applicable à partir du 1^{er} janvier 2009 et son impact sur Dexia Crédit Local est en cours d'analyse.
- L'IAS 14 « Information sectorielle » révisée. En janvier 2008, l'IASB a publié une version révisée de l'IAS 14 « Information sectorielle » qui deviendra IFRS 8 et remplacera l'IAS 14 à partir des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2009. Cette révision n'aura pas d'impact significatif pour Dexia Crédit Local.
- L'IFRS 3 « Regroupements d'entreprises » révisé remplace la norme publiée en 2004 et sera applicable aux exercices commençant à partir du 1^{er} juillet 2009. La révision de cette norme aura un impact sur Dexia Crédit Local de plusieurs manières :
 - pour les nouvelles acquisitions, Dexia Crédit Local ne pourra plus immobiliser les coûts liés à une acquisition comme faisant partie des coûts de l'entreprise acquise ;
 - en cas d'acquisition par palier, Dexia Crédit Local devra d'abord réévaluer l'entreprise associée existante en comptabilisant les ajustements de juste valeur sur les actifs et passifs précédemment comptabilisés en compte de résultat ;
 - pour chaque nouvel investissement minoritaire dans une entreprise acquise, Dexia Crédit Local a la possibilité d'opter pour la « méthode du goodwill complet » ;
 - pour les nouvelles acquisitions, une analyse devra être effectuée afin de déterminer si un passif éventuel de la société acquise constitue ou non une obligation actuelle.
- L'IAS 27 « États financiers individuels et consolidés » révisé sera applicable aux exercices commençant à partir du 1^{er} juillet 2009. La révision de ce texte porte principalement sur les changements de pourcentage de contrôle d'une filiale. L'impact de ce texte pour Dexia Crédit Local est en cours d'analyse.

- Amélioration annuelle 2008 des IFRS

L'IASB a publié le 22 mai 2008 des améliorations aux IFRS – une série d'amendements mineurs aux diverses normes existantes dans le cadre de son projet annuel d'amélioration.

Ces amendements sont effectifs pour les exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2009 mais les entités sont autorisées à les adopter par anticipation (option non retenue par Dexia Crédit Local).

La révision de ces normes ne présente pas d'impact significatif pour Dexia Crédit Local.

- **A l'exception des amendements présentés ci-dessus, aucun texte de l'IASB et de l'IFRIC n'a été adopté par la Commission Européenne au cours du 1^{er} semestre 2008.**

3 ATTESTATION DE LA PERSONNE RESPONSABLE

Je soussigné, Gérard BAYOL, administrateur – directeur général de Dexia Crédit Local.

Atteste, qu'à ma connaissance, les comptes condensés pour le semestre écoulé sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport financier semestriel présente un tableau fidèle des événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et de leur incidence sur les comptes semestriels, des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice.

Fait à La Défense, le 27 août 2008



Gérard BAYOL
Administrateur - directeur général

4 RAPPORT D'EXAMEN LIMITE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

Période du 1^{er} janvier au 30 juin 2008

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale et en application de l'article L.451-1-2 III du Code monétaire et financier, nous avons procédé à :

- l'examen limité des comptes semestriels consolidés condensés de la société DEXIA CREDIT LOCAL, relatifs à la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2008, tels qu'ils sont joints au présent rapport ;
- la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité.

Ces comptes semestriels consolidés condensés ont été établis sous la responsabilité de votre Conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre examen limité, d'exprimer notre conclusion sur ces comptes.

I- Conclusion sur les comptes

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. Un examen limité consiste essentiellement à s'entretenir avec les membres de la direction en charge des aspects comptables et financiers et à mettre en œuvre des procédures analytiques. Ces travaux sont moins étendus que ceux requis pour un audit effectué selon les normes d'exercice professionnel applicables en France. En conséquence, l'assurance que les comptes, pris dans leur ensemble, ne comportent pas d'anomalies significatives obtenue dans le cadre d'un examen limité est une assurance modérée, moins élevée que celle obtenue dans le cadre d'un audit.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés condensés avec la norme IAS 34 – norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire.

II- Vérification spécifique

Nous avons également procédé à la vérification des informations données dans le rapport semestriel d'activité commentant les comptes semestriels consolidés condensés sur lesquels a porté notre examen limité. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes semestriels consolidés condensés.

Courbevoie et Neuilly-sur-Seine, le 27 août 2008

Les Commissaires aux Comptes

Mazars & Guérard



Hervé HELIAS

Deloitte & Associés



José Luis GARCIA



François ARBEY