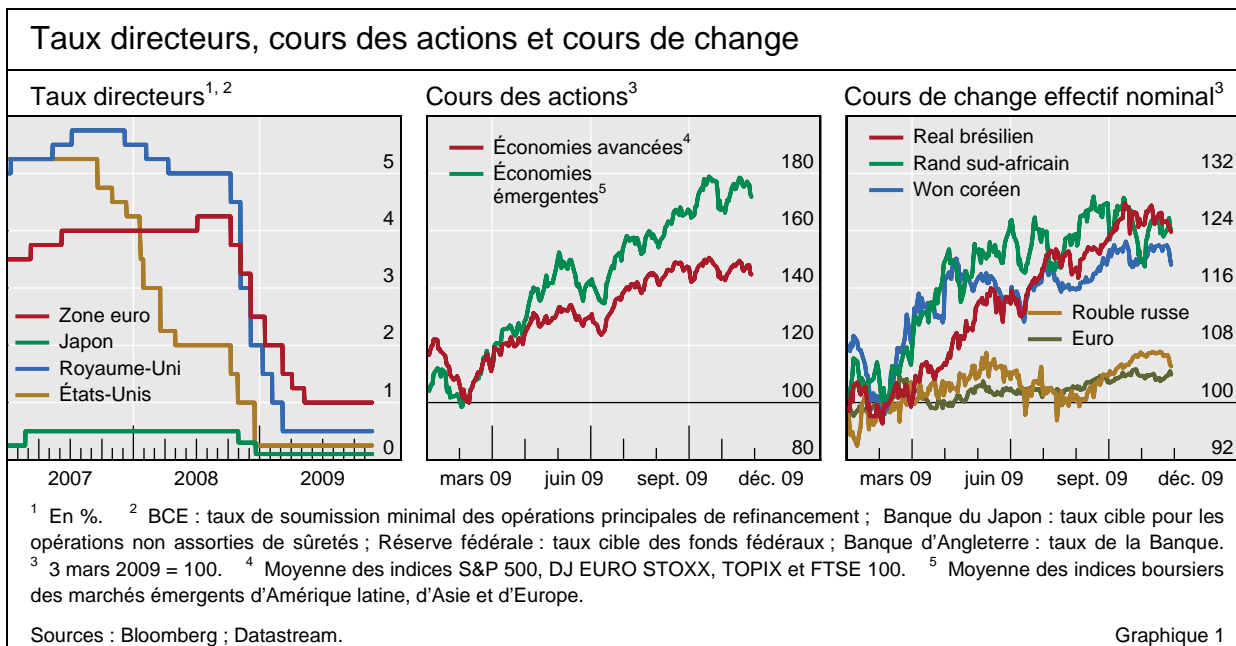


Vue d'ensemble – Le maintien des taux à des planchers historiques stimule les marchés

Entre début septembre et fin novembre, un flux continu d'annonces macroéconomiques essentiellement favorables a rassuré les investisseurs sur la réalité du retournement de l'économie mondiale, mais la confiance dans les marchés restait encore fragile, comme l'a clairement illustré, vers la fin de la période analysée, la chute des prix des actifs à risque lorsque les investisseurs ont réagi vivement à l'annonce que le conglomérat public Dubaï World avait demandé un moratoire sur certains paiements au titre de sa dette.

Les intervenants tablaient sur une poursuite de la reprise, tout en entretenant parfois des doutes sur son rythme et sa forme, en raison d'incertitudes quant au moment et à la rapidité de l'abandon des mesures de stimulation monétaire et budgétaire et quant aux risques qui en découleraient pour l'activité économique. Ce climat d'incertitude a été amplifié par l'inégalité de la reprise entre les différentes régions du monde, qui est apparue accentuer le risque de voir apparaître des déséquilibres préjudiciables, de nature à créer des défis supplémentaires pour les autorités.

Dans cet environnement, les marchés ont, pour une bonne part, continué d'évoluer en fonction de la poursuite attendue des politiques incitatives, et



notamment des politiques monétaires expansionnistes. Cependant que les investisseurs intégraient dans leur tarification le maintien de taux d'intérêt bas dans les grandes économies avancées (graphique 1, cadre de gauche), les prix des actifs à risque ont poursuivi leur hausse. Les cours des actions ont généralement progressé, surtout dans le monde émergent (graphique 1, cadre du milieu). Les primes de risque sur actifs de qualité investissement ont peu varié et celles des titres de moindre qualité se sont encore resserrées. L'attente d'un maintien durable des taux directeurs à des niveaux peu élevés comme la faiblesse des primes d'échéance ont maintenu à un bas niveau les rendements des obligations d'État à long terme. Un commentaire de marché a signalé le risque d'une remontée de l'inflation à l'avenir, mais les anticipations (indicateurs de marché et enquêtes) ont continué d'augurer d'une maîtrise des tensions sur les prix dans les grandes économies avancées.

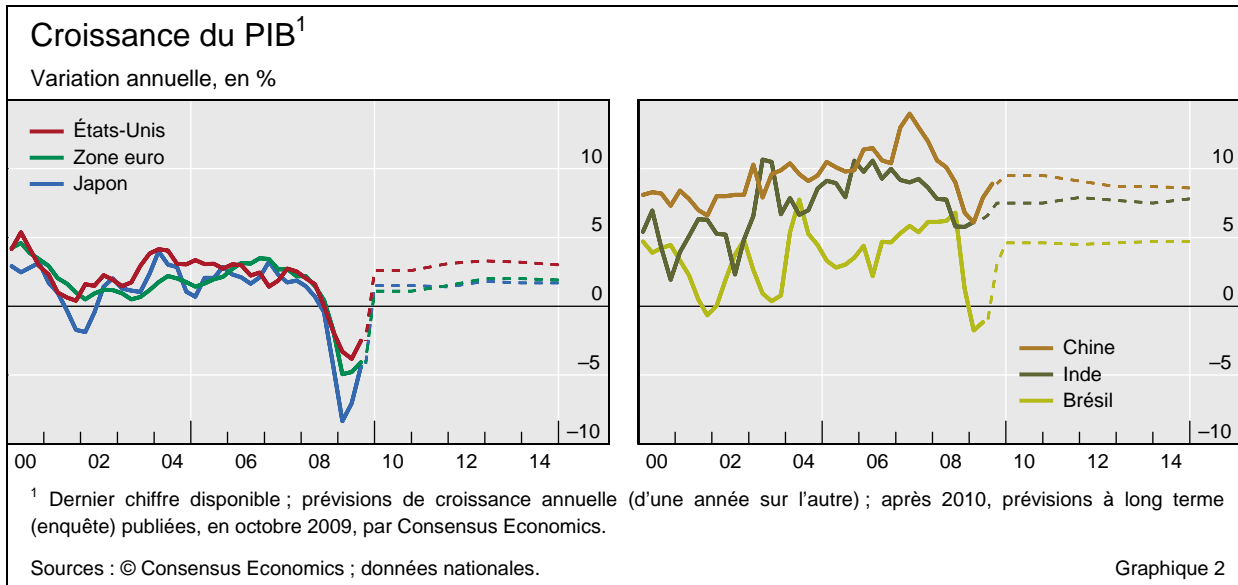
Le bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées, conjugué à la reprise plus précoce et plus soutenue que prévu dans plusieurs économies émergentes, a continué d'attirer d'importantes entrées de capitaux dans le monde émergent (en Asie-Pacifique surtout). Bien que difficile à quantifier, un phénomène connexe s'est développé : la reprise des opérations de portage (*carry trade*) financées en dollars et dans d'autres monnaies faiblement rémunérées. De ce fait, plusieurs économies émergentes ont connu une flambée des prix des actifs, ainsi qu'une appréciation substantielle du change vis-à-vis du dollar (graphique 1, cadre de droite).

Grandes économies avancées : les taux restent proches de zéro

Entre début septembre et fin novembre, les investisseurs ont continué de focaliser largement leur attention sur les avancées et les perspectives de la reprise mondiale. Si l'avenir restait incertain, des signes de retournement de l'économie mondiale étaient bien présents. Selon les chiffres préliminaires du troisième trimestre pour le PIB aux États-Unis, la récession la plus longue et la plus profonde que le pays ait connue depuis la Seconde Guerre mondiale touchait à sa fin. Parallèlement, au troisième trimestre, l'économie de la zone euro a progressé pour la première fois depuis début 2008, tandis que celle du Japon a connu une expansion pour le deuxième trimestre consécutif. Les importants programmes de relance budgétaire et monétaire ayant produit un effet perceptible, les prévisions des analystes ont montré que les économies du G 3 devraient connaître une progression en 2010 et maintenir une croissance stable aux alentours de 2-3 % au cours des années à venir (graphique 2, cadre de gauche).

Surtout, les grandes économies émergentes (comme la Chine, l'Inde et le Brésil), dont le taux de croissance avait bien moins ralenti que celui des économies avancées durant la crise, se sont redressées beaucoup plus vite et devraient connaître une expansion sensiblement plus vive au cours des cinq ans à venir (graphique 2, cadre de droite). La vigueur de l'activité dans les économies émergentes pourrait favoriser la demande de biens dans le monde développé, rendant dès lors plus probable une reprise soutenue dans les grandes économies avancées.

La récession touche à sa fin...



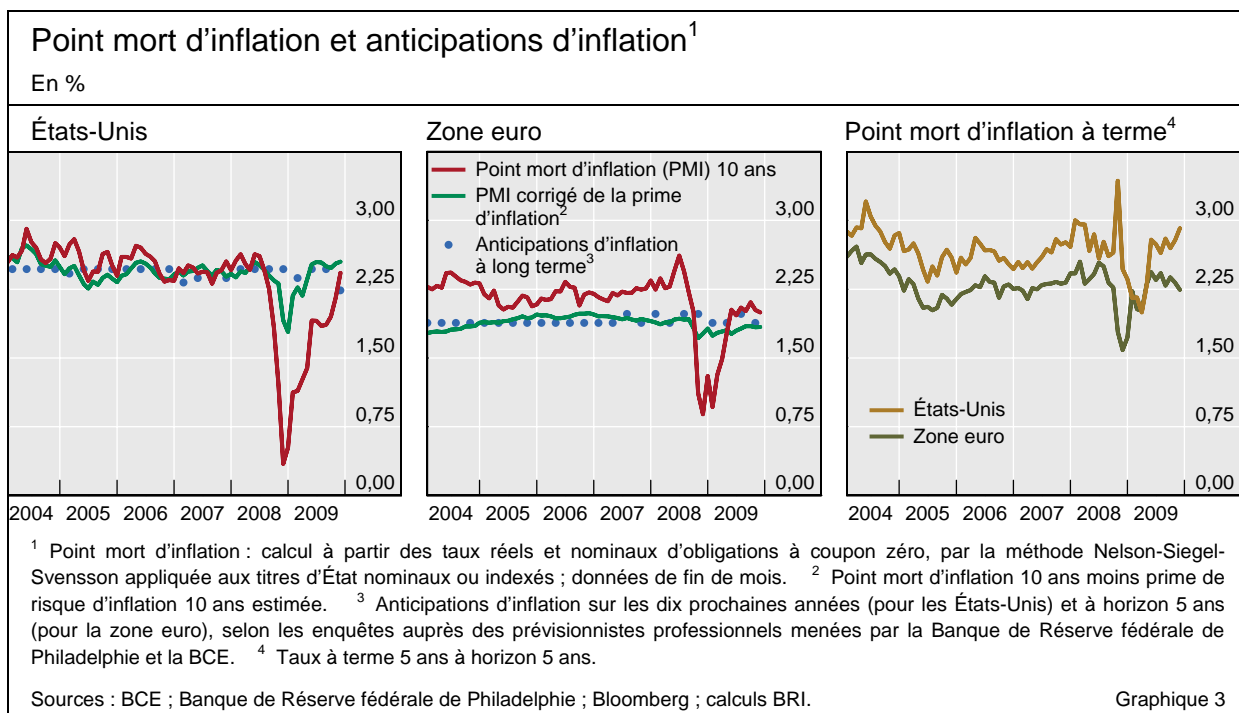
...mais des incertitudes subsistent quant à la vigueur du redémarrage...

...et à l'incidence de l'inégalité de la reprise entre les diverses régions

L'inflation apparaît contenue dans les grandes économies...

Si les investisseurs faisaient de la reprise le scénario central, ils nourrissent encore des incertitudes, concernant sa forme et sa vigueur, pour les économies avancées – incertitudes accentuées par des interrogations quant au moment et au rythme auxquels les autorités commenceraient à mettre fin aux mesures de stimulation. Comme les programmes de soutien budgétaire ont largement contribué à relancer l'activité jusqu'ici en 2009, il était redouté que leur retrait puisse constituer un frein notable pour la croissance. En outre, la forte disparité de rythme de croissance entre les grandes économies avancées et les autres (dont les principales économies émergentes) a avivé les craintes d'une accumulation de déséquilibres susceptibles de se révéler insoutenables à terme, d'autant que l'irrégularité de la reprise pourrait aussi compliquer la question du moment et de la rapidité du retrait de la stimulation budgétaire et monétaire. Malgré un redressement plus rapide dans nombre d'économies émergentes, les investisseurs tablaient sur le maintien d'une politique monétaire accommodante dans ces pays jusqu'à ce que la reprise soit assurée dans les grandes économies avancées également.

Comme les données disponibles signalaient une reprise soutenue, quoique irrégulière, les investisseurs ont détourné leur attention de la menace d'une poussée d'inflation. Dans un contexte de taux directeurs à des planchers historiques, de généralisation des mesures de politique monétaire non conventionnelles et de plans de relance d'envergure exceptionnelle, certains intervenants se sont déclarés préoccupés par les risques inflationnistes pour l'avenir. Toutefois, les indicateurs d'anticipations d'inflation à long terme suggéraient qu'il ne s'agissait pas là du scénario majeur. De fait, les investisseurs s'attendaient à ce que les pressions sur les prix restent maîtrisées dans les principales économies avancées. Fin novembre, le point mort d'inflation 10 ans s'est établi à près de 2 % aux États-Unis et dans la zone euro (graphique 3, cadres de gauche et du milieu). En outre, le point mort d'inflation corrigé de la prime d'inflation estimée était très voisin de la moyenne des anticipations à long terme (obtenues par enquêtes), lesquelles sont d'ailleurs restées aux niveaux observés ces dernières années. Le point mort



d'inflation à terme 5 ans à horizon 5 ans, qui annule les effets dus aux anticipations de faibles pressions sur les prix à court terme, était stable dans la zone euro et en légère hausse aux États-Unis (graphique 3, cadre de droite).

La reprise économique en étant encore à ses prémices, du moins dans les grandes économies avancées, et l'inflation y semblant maîtrisée, les investisseurs n'escomptaient guère de resserrement monétaire proche. De fait, d'après les anticipations de politique monétaire dans les trois grandes économies avancées, telles qu'indiquées par les taux d'intérêt à terme implicites, les taux directeurs resteraient à leurs bas niveaux une bonne partie de l'année 2010 (graphique 4, cadres de gauche et du milieu). Corroborant ces anticipations, les principales banques centrales ont signalé qu'un relèvement n'était pas à l'ordre du jour. Ainsi, mi-novembre, le Président de la Réserve fédérale des États-Unis a indiqué que, en raison de facteurs défavorables, l'expansion économique n'était pas aussi robuste qu'espéré et qu'il conviendrait donc sans doute de maintenir encore longtemps le taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas. Depuis cette annonce, les rendements des obligations américaines ont diminué de 4–8 pb pour l'ensemble des échéances, reléguant le rendement à 2 ans à son niveau le plus bas depuis janvier. Qui plus est, le prix des options sur contrats à terme sur taux des fonds fédéraux a montré que la probabilité (dans une hypothèse de neutralité à l'égard du risque) que la Réserve fédérale relève son taux cible au-delà de la fourchette 0–0,25 % au premier semestre 2010 était devenue pratiquement nulle sous l'effet des propos du Président (graphique 4, cadre de droite).

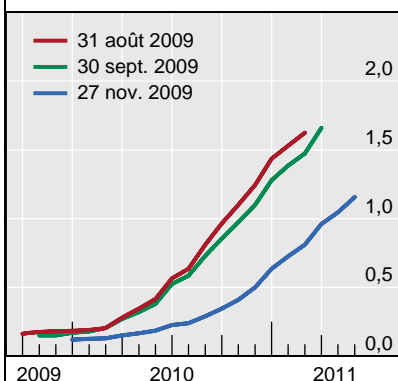
...et les banques centrales signalent que les taux resteront à leurs bas niveaux

Tandis que les incertitudes quant à l'évolution imminente des taux courts restaient relativement modérées, il en était autrement des taux longs. Bien qu'en net retrait par rapport aux sommets atteints au plus fort de la crise, la volatilité implicite dans les options sur swaps est restée quelque peu

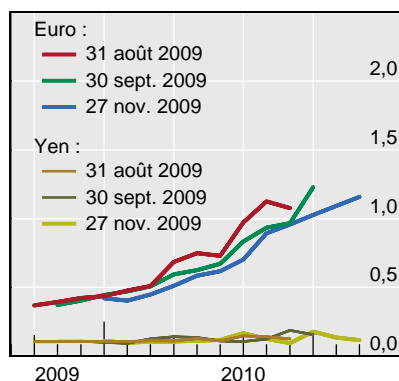
L'incertitude entourant les taux d'intérêt reste grande...

Anticipations de politique monétaire

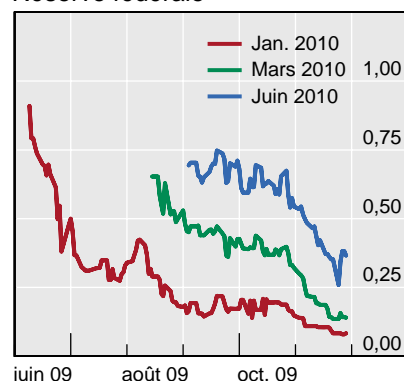
Contrats à terme sur fonds fédéraux



Taux à terme EONIA et OIS en JPY¹



Probabilité implicite d'un relèvement des taux de la Réserve fédérale²



¹ Projection à 1 mois des taux directeurs, inférée des taux des swaps référencés sur l'indice au jour le jour (OIS), en %.

² Probabilité (dans une hypothèse de neutralité à l'égard du risque), implicite dans le prix des options, que la Réserve fédérale relève son taux cible des fonds fédéraux au-delà de la fourchette 0-0,25 % à l'issue de la réunion du CFOM du mois indiqué.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Graphique 4

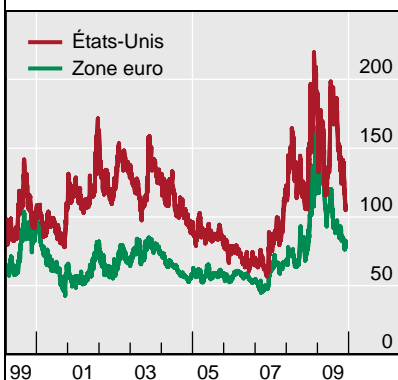
supérieure aux moyennes antérieures (graphique 5, cadre de gauche). Cela tenait sans doute à une grande incertitude persistante concernant la forme et le rythme de la reprise économique ainsi qu'aux risques qui pourraient peser sur les perspectives d'inflation, deux éléments déterminants de l'évolution des taux à long terme. Des interrogations au sujet de l'incidence possible du retrait des mesures de politique monétaire non conventionnelles, dont les programmes d'achat d'obligations d'État, ont sans doute accentué les incertitudes sur certains marchés.

...surtout quant à une hausse...

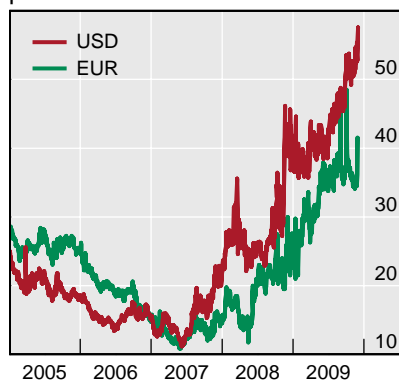
Les intervenants ont notamment exprimé des préoccupations quant au risque de forte hausse des rendements, sous l'effet conjugué d'une contraction

Volatilité implicite des taux d'intérêt et prime d'échéance

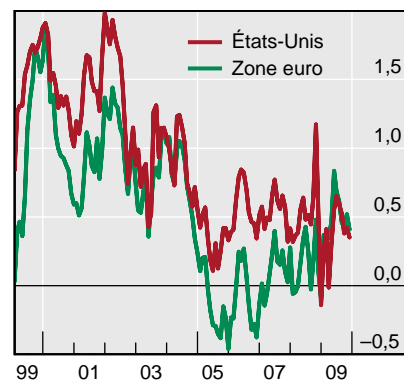
Volatilité des options sur swap¹



Volatilité implicite des plafonds 7 %²



Prime d'échéance nominale 10 ans³



¹ Volatilité implicite dans les options sur swap à 3 mois, taux à 10 ans, en pb. ² Volatilité sur garantie de taux plafond 3 ans, niveau de référence 7 %. Les garanties de taux plafond sont des instruments dérivés qui rémunèrent le détenteur si un taux d'intérêt sous-jacent (Libor, par exemple) dépasse le taux plafond fixé contractuellement. ³ Prime d'échéance nominale, en %, calculée à partir d'estimations tirées d'une version modifiée du modèle de la structure d'échéances figurant dans P. Hördahl et O. Tristani, « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », *BIS Working Papers*, n° 228, mai 2007.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

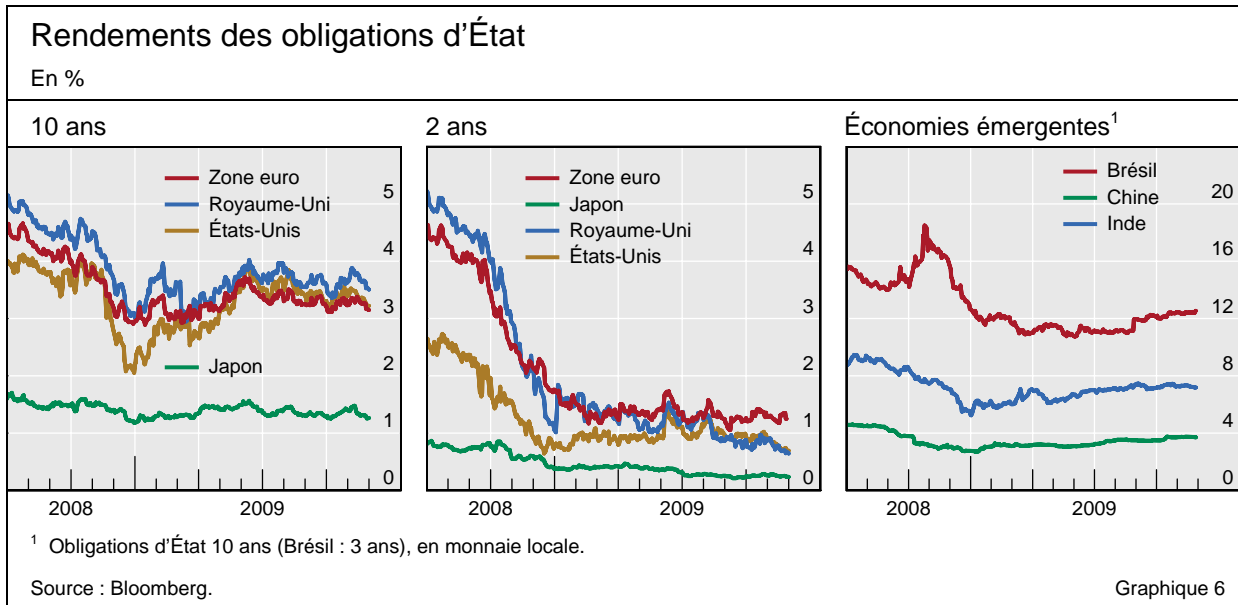
Graphique 5

de la demande et d'une augmentation de l'offre d'obligations, surtout pour certaines grandes économies avancées. La demande d'obligations d'État passe pour devoir se contracter, car les banques centrales et les établissements privés s'approprient à réviser à la baisse leurs achats, importants en 2009, de ce type d'actifs. Dans le même temps, les intervenants s'attendaient que l'offre de titres d'État atteigne des niveaux records dans certaines économies en raison des programmes massifs de relance budgétaire et aussi du fait de la baisse des recettes fiscales. Ces préoccupations étaient renforcées par la perception d'un risque accru de forte hausse des taux d'intérêt. Concrètement, quelques investisseurs craignaient que les banques centrales jugent nécessaire de relever les taux directeurs sensiblement plus que prévu si l'augmentation des prix sur les marchés des actifs et des biens devenait intenable. Le fait que les investisseurs se protégeaient contre de tels scénarios défavorables ressortait clairement de la tarification des dérivés sur taux. Ainsi, la volatilité implicite des garanties de taux plafond hors du cours – options qui génèrent un bénéfice si les taux d'intérêt dépassent un niveau fixé bien supérieur au taux en vigueur – a continué d'augmenter dans le compartiment du dollar et est restée relativement élevée dans celui de l'euro (graphique 5, cadre du milieu).

Malgré une grande incertitude quant à l'évolution des taux longs, la prime d'échéance estimée à 10 ans est restée modérée par rapport aux niveaux de ces dernières années (graphique 5, cadre de droite). Généralement élevée dans un climat d'incertitude, elle tend à diminuer à mesure que l'activité redémarre. Et puis d'autres forces ont semblé avoir comprimé la prime estimée – notamment la persistance de l'engouement pour les titres d'État de la part des banques, désireuses de pallier la contraction des volumes des prêts et de réduire le degré de risque de leurs actifs. Dans certains pays, cet effet a sans doute été renforcé par les achats concomitants de la banque centrale. Par ailleurs, le report vers la sécurité des obligations d'État a continué de peser sur la prime d'échéance à certains moments, surtout après l'annonce, fin novembre, que Dubaï World avait demandé un moratoire sur un grand montant de sa dette (*infra*).

...mais la prime d'échéance reste modérée

Pris ensemble, les facteurs susmentionnés ont tous contribué à maintenir les rendements des obligations à long terme à un niveau bas et relativement stable dans les grandes économies avancées entre début septembre et fin novembre (graphique 6, cadre de gauche). Les rendements obligataires, qui représentent les futurs taux d'intérêt moyens à court terme (plus prime d'échéance), sont restés en retrait, car il était prévu que les taux directeurs demeurent longtemps encore à de très bas niveaux. Cet effet s'est fait particulièrement sentir dans le compartiment court de la courbe (graphique 6, cadre du milieu). Dans le compartiment long, d'autres forces ont joué un rôle supplémentaire. Parallèlement, dans les principales économies émergentes, les rendements des obligations d'État sont restés relativement stables, eux aussi, à des niveaux plus élevés que dans les économies avancées, cependant (graphique 6, cadre de droite).



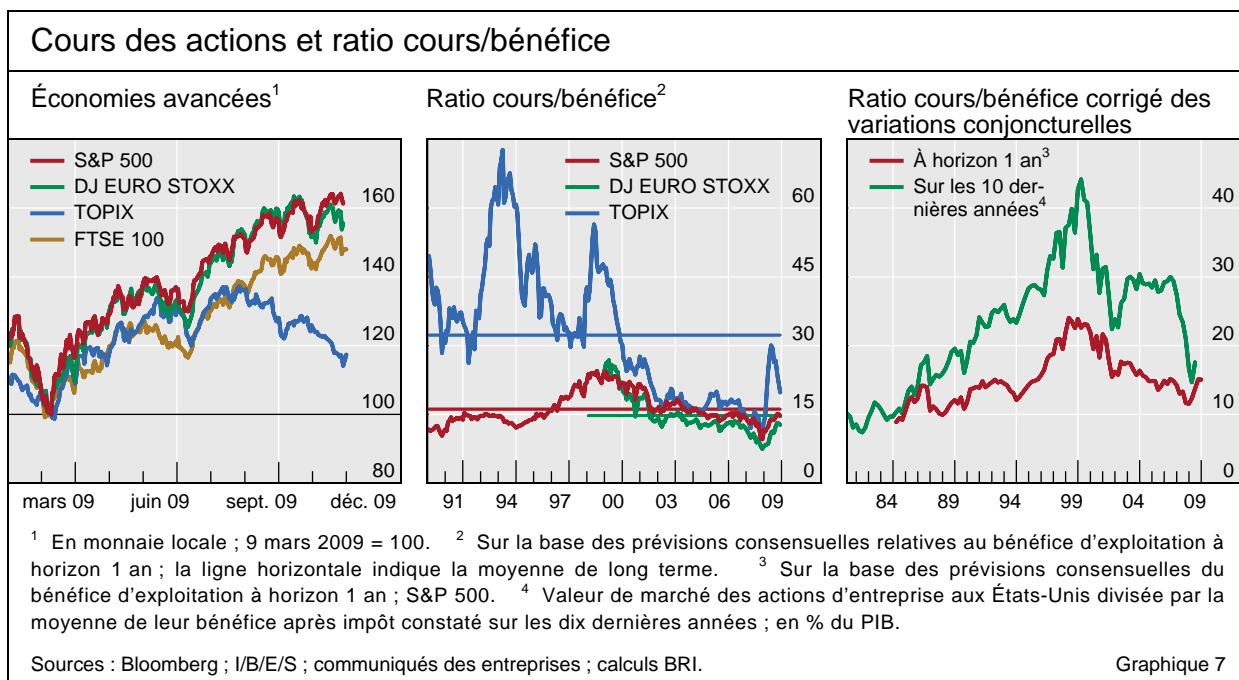
Le marché des actions continue de se redresser

Entre début septembre et fin novembre, l'évolution des marchés mondiaux des actions et de la dette a bien reflété le maintien des mesures de stimulation monétaire et budgétaire à l'échelle mondiale. La volatilité s'est toutefois accrue sur de courtes périodes, suite à la publication d'indicateurs macroéconomiques et aux déclarations des autorités sur l'orientation de la politique monétaire, signe que, malgré la reprise, les investisseurs restaient incertains quant à l'incidence du retrait de la stimulation monétaire et budgétaire sur la croissance mondiale.

Dans cet environnement, les marchés se sont alarmés quand, fin novembre, Dubaï World, un des trois véhicules d'investissement stratégique du gouvernement de Dubaï, a annoncé, contre toute attente, qu'il demandait un moratoire sur sa dette à l'occasion de négociations portant sur un report des échéances. La plupart des marchés d'actions ont d'abord chuté de plusieurs points de pourcentage, plus particulièrement dans le monde émergent. Ont aussi fortement baissé les actions des banques et des sociétés jugées plus exposées à Dubaï et au Moyen-Orient. La prime CDS 5 ans pour la dette de Dubaï s'est accrue de plus de 300 pb, pour dépasser 640 pb, et les primes CDS sur l'ensemble des émetteurs souverains du Moyen-Orient ont beaucoup augmenté, elles aussi.

La conjonction de la reprise économique, du niveau exceptionnellement bas des taux directeurs à travers le monde et de la stimulation budgétaire dans les grandes économies avancées a continué, à un rythme moindre, cependant, de favoriser le rétablissement des marchés d'actions mondiaux après la crise (graphique 7, cadre de gauche). Sur la période, le S&P 500 a gagné plus de 9 %, le Dow Jones EURO STOXX, près de 5 %, et le FTSE 100, 9 %. Le marché japonais a fait exception, le TOPIX terminant en repli de presque 17 %. La dépréciation des cours tenait à la baisse des exportations ainsi qu'au niveau décevant des bénéfices des entreprises, illustré par le manque

Le bas niveau des taux continue à favoriser le rebond des actions



d'optimisme des prévisionnistes depuis septembre. Le ratio cours/bénéfice du TOPIX est resté bien supérieur aux niveaux observés ces cinq à dix dernières années (graphique 7, cadre du milieu). En revanche, les valorisations des actions sur les marchés américains et européens semblent toujours en phase avec les tendances à long terme et, dans le cas des États-Unis, avec le ratio cours/bénéfice corrigé des variations conjoncturelles (graphique 7, cadre de droite).

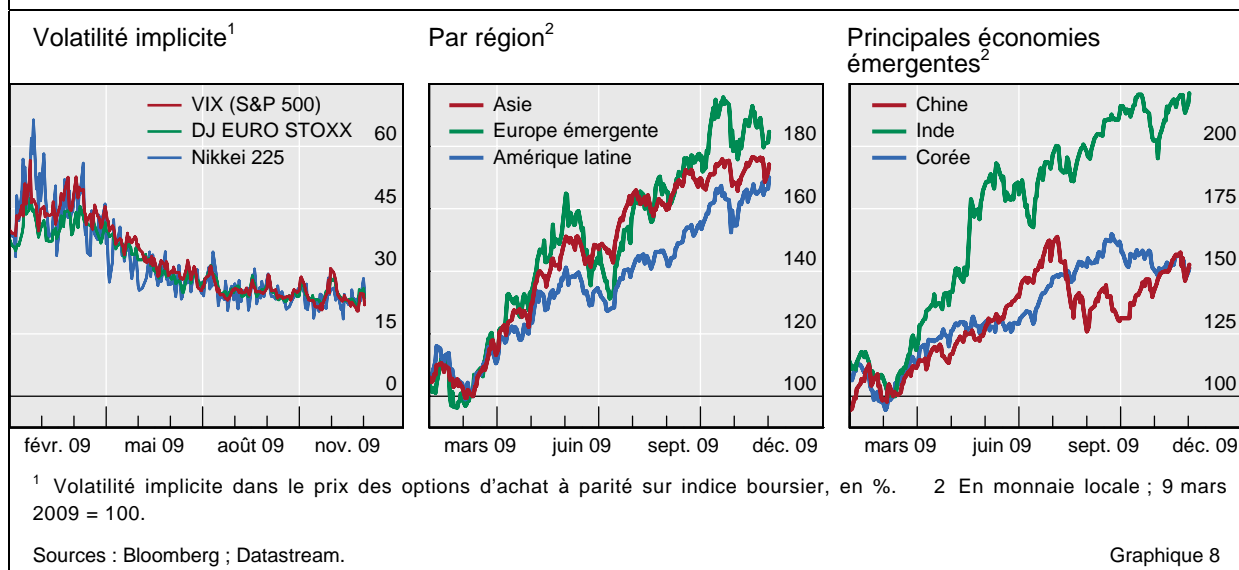
Les investisseurs en actions ont continué de focaliser leur attention sur les résultats macroéconomiques, et les cours ont augmenté sous l'effet du flux ininterrompu d'annonces confirmant que les grandes économies avaient renoué avec la croissance au troisième trimestre. Le renchérissement s'est poursuivi après les propos du Président de la Réserve fédérale, mi-novembre, suggérant que les taux directeurs resteraient sans doute un certain temps à leurs bas niveaux. Des réactions négatives ont toutefois suivi la publication de chiffres décevants, dont certains ont suscité des préoccupations concernant l'incidence d'une hausse du chômage, la consommation et la capacité des ménages à assurer le service de leur dette hypothécaire. Elles corroboraient les analyses des opérateurs de marché réalisées durant la période, qui laissaient penser que les investisseurs étaient de plus en plus inquiets quant à l'impact possible d'un resserrement des politiques monétaires et budgétaires à l'échelle mondiale.

L'incertitude quant à la vigueur de la reprise dans les grandes économies avancées s'est aussi manifestée à travers la volatilité implicite dans les options sur actions. Après une longue période de baisse qui faisait suite aux records atteints durant la crise, la volatilité implicite s'est brièvement accrue vers la fin d'octobre, les investisseurs se trouvant confrontés à des annonces tant positives (bénéfiques) que négatives (marchés de l'immobilier et de l'emploi aux États-Unis) (graphique 8, cadre de gauche). Puis, elle a diminué après une déclaration des ministres des Finances et des gouverneurs de banque centrale

Les investisseurs focalisent leur attention sur les annonces macroéconomiques positives...

...en raison de l'incertitude quant à la reprise aux États-Unis

Volatilité implicite et cours des actions dans le monde émergent



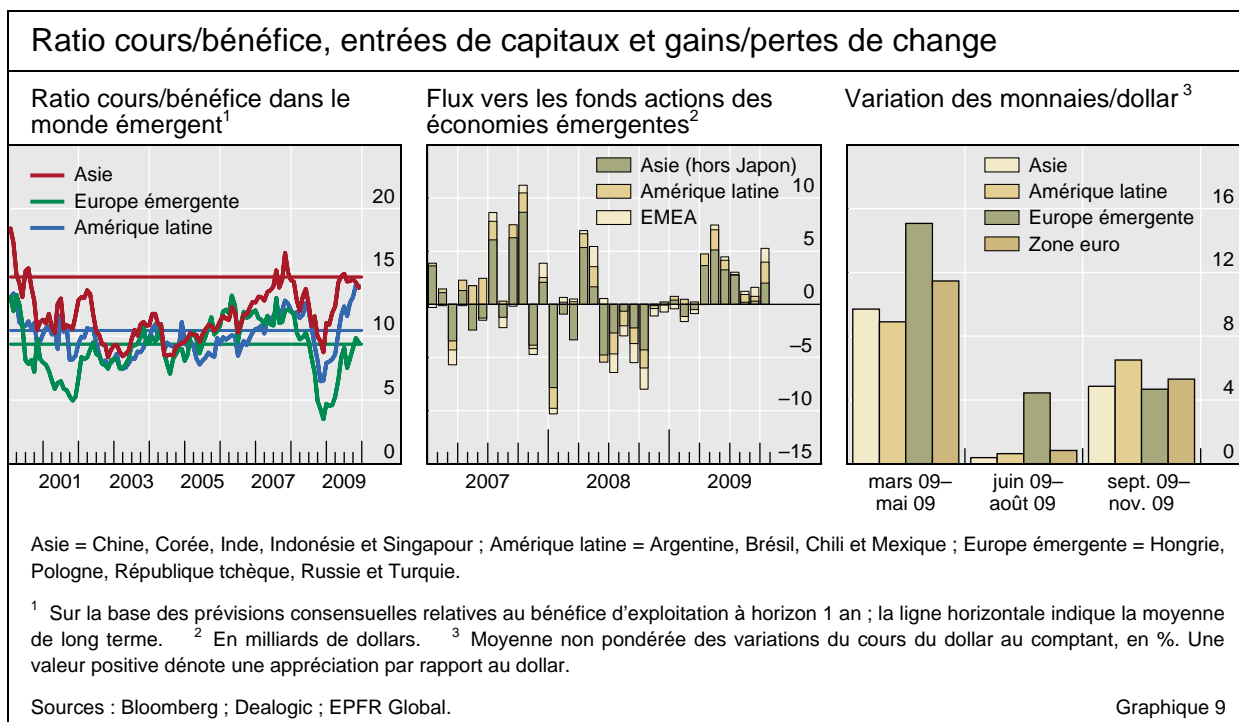
des pays du G 20, début novembre, annonçant qu'ils étaient convenus d'apporter un soutien durable à la reprise jusqu'à ce que celle-ci soit assurée.

Dans les économies émergentes, les marchés d'actions s'orientent à la hausse

Le niveau exceptionnellement bas des taux directeurs dans les grandes économies avancées et la disparité de rythme de croissance avec les économies émergentes ont continué de favoriser d'importantes entrées de capitaux dans le monde émergent, où les actions se sont mieux comportées encore que dans les économies avancées (graphique 8, cadres du milieu et de droite). Le renchérissement des produits de base a amplifié le mouvement. Entre début septembre et fin novembre, les cours des actions ont enregistré une progression de près de 5 % en moyenne en Asie, et bien supérieure à 15 % en Chine. En Europe émergente, ils ont gagné près de 10 %, et en Russie, plus de 15 %. En Amérique latine, ils ont terminé en hausse d'environ 17 %. Malgré la rapide appréciation des actions, cependant, l'augmentation des bénéfices a fait que le ratio cours/bénéfice de nombre d'indices des pays émergents est resté en phase avec les tendances à long terme (graphique 9, cadre de gauche).

Renchérissement, des actifs notamment, sous l'effet des entrées de capitaux

Le niveau exceptionnellement bas des taux directeurs dans les grandes économies avancées a encouragé non seulement les entrées de capitaux dans les économies émergentes mais aussi les opérations de portage (*carry trade*). Il en est résulté une appréciation substantielle du change et une hausse des prix des actifs dans plusieurs économies émergentes (graphique 9), suscitant, ces derniers mois, de sérieuses préoccupations tant pour les exportations que pour la stabilité financière. Dans le cas du Brésil, ces préoccupations ont conduit à l'instauration d'une taxe de 2 % sur les investissements de portefeuille étrangers. Dans plusieurs autres pays, parmi lesquels la Corée, l'Inde, l'Indonésie et Taïwan, les autorités ont laissé entendre qu'elles envisageraient de prendre des mesures pour limiter les entrées de capitaux. Vers la fin novembre, la rupiah indonésienne a chuté à l'annonce que la Banque d'Indonésie projetait des mesures de réduction de l'investissement étranger en titres d'État à court terme afin de décourager les entrées



spéculatives. Cette réaction atteste des préoccupations des investisseurs sur la question de savoir jusqu'où les autorités des économies émergentes voudraient et pourraient aller pour limiter les entrées de capitaux, et éviter ainsi une nouvelle appréciation du change et une flambée des prix des actifs.

Les marchés de la dette continuent de se normaliser

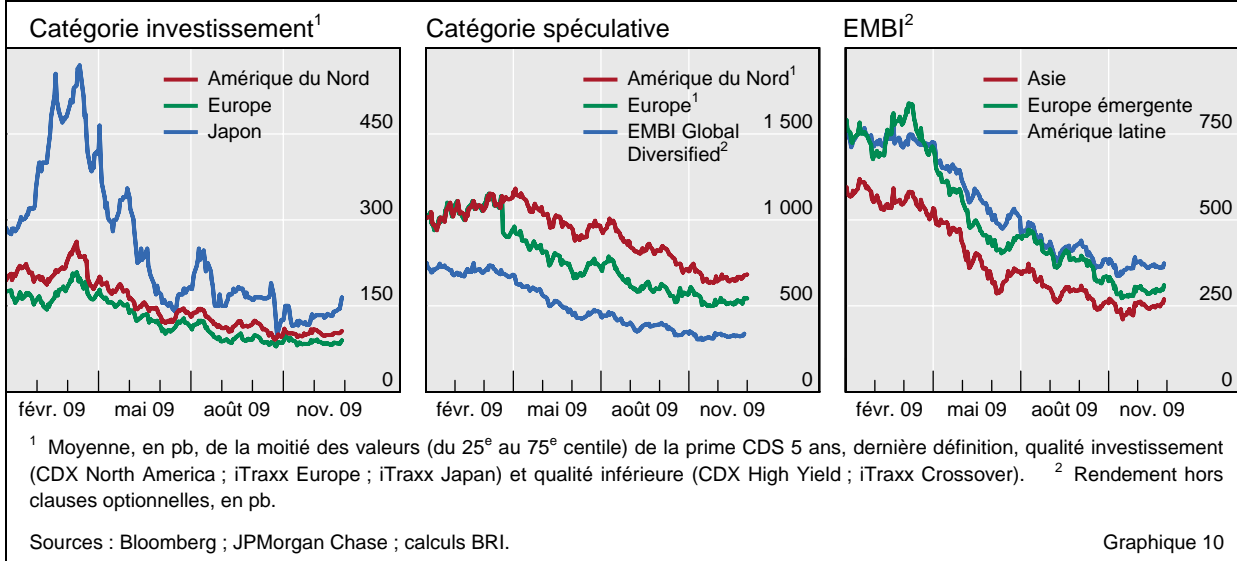
Les marchés de la dette ont continué de se normaliser et les primes de risque des obligations de qualité investissement dans les économies avancées ont été relativement stables. Elles se sont contractées de 25 pb aux États-Unis et n'ont guère varié en Europe et au Japon (graphique 10, cadre de gauche). Les primes de la catégorie spéculative se sont toutefois encore resserrées : d'environ 140 pb aux États-Unis, de 70 pb en Europe et de quelque 55 pb pour l'indice EMBI Global diversifié (graphique 10, cadre du milieu). Les primes de risque des économies émergentes ont continué de diminuer, elles aussi : de près de 30 pb pour l'Asie, d'environ 75 pb pour l'Europe émergente et de plus de 60 pb pour l'Amérique latine (graphique 10, cadre de droite). De même, le prix du risque de crédit implicite dans le marché a également poursuivi sa tendance baissière, mais sans rétrocéder au-dessous de son niveau d'avant la crise (graphique 11, cadre de gauche).

Les marchés de la dette continuent de se normaliser...

Le retour à des conditions plus normales sur le marché de la dette a également été constaté dans les émissions de titres de dette d'entreprise (graphique 11, cadre de droite, et partie « Principales tendances de l'activité bancaire et financière internationale »). En témoigne aussi l'accroissement des émissions de papier commercial par les établissements financiers américains. En revanche, les prêts bancaires au secteur non financier ont continué de diminuer aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro. Dans la zone euro, l'amélioration des conditions du marché de la dette a incité plusieurs membres du Conseil de la BCE à indiquer que les adjudications illimitées à

...à mesure que les conditions du marché s'améliorent

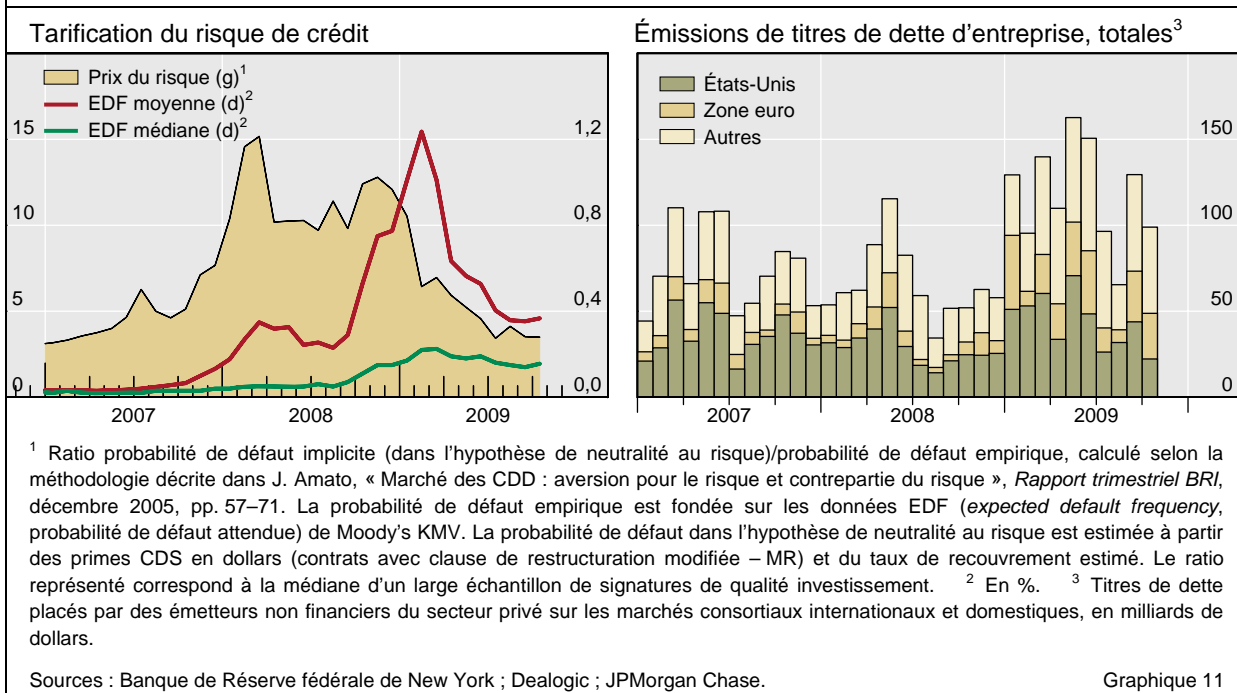
Prime de risque

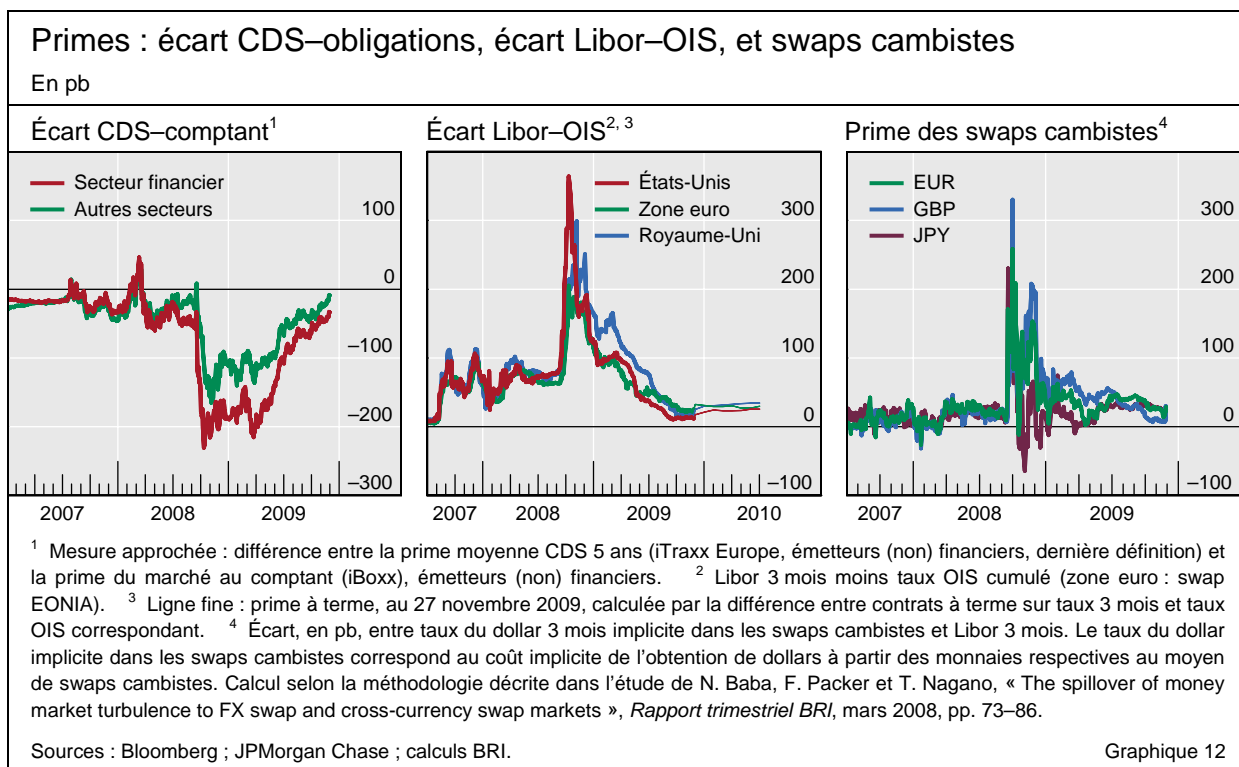


12 mois mises en place pendant la crise pourraient être progressivement abandonnées dans le cadre du retrait progressif des soutiens de liquidité d'urgence. La BCE a en outre annoncé que, à partir de mars 2011, elle exigerait au minimum deux notes attribuées par un organisme externe d'évaluation du crédit ayant son agrément pour tous les titres adossés à des actifs utilisés comme sûretés, la deuxième meilleure note devant être égale ou supérieure à A.

Par ailleurs, il y a eu des signes évidents que les dysfonctionnements observés sur les marchés mondiaux de la dette durant la crise avaient plus ou moins disparu fin novembre. L'écart CDS-comptant est, pour l'essentiel, revenu à son niveau d'avant la crise, du moins pour les emprunteurs non

Tarification du risque de crédit et émissions de titres de dette d'entreprise



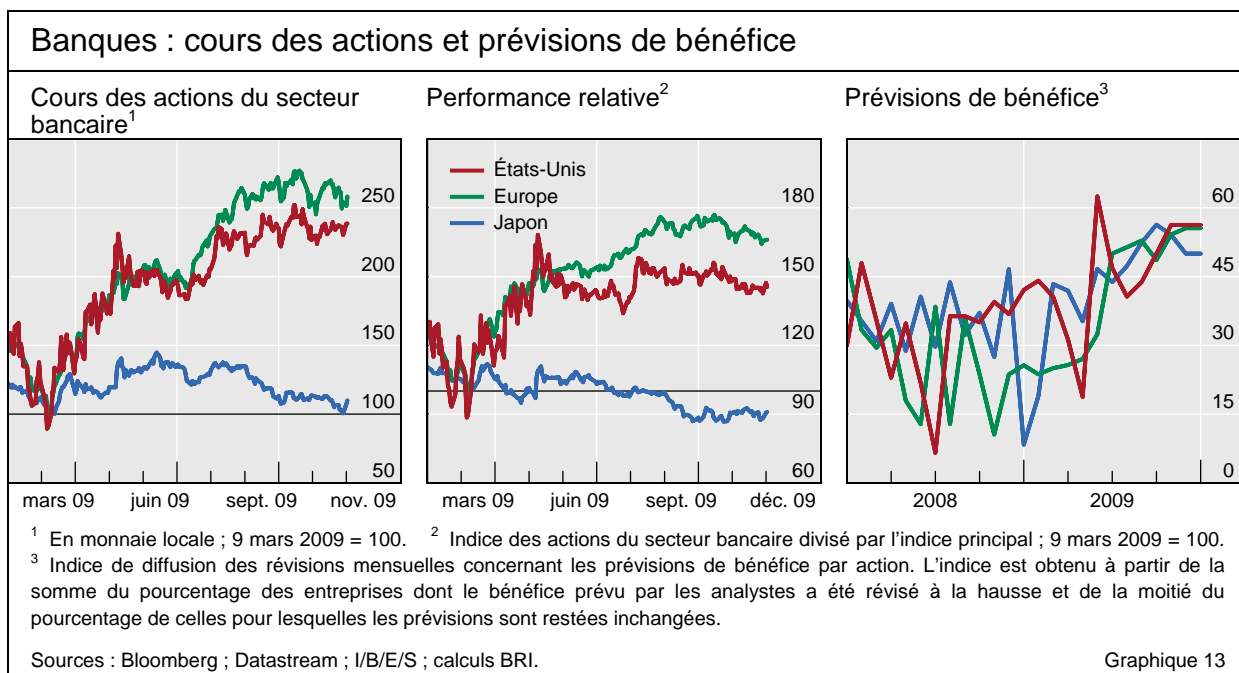


financiers (graphique 12, cadre de gauche). L'écart Libor–OIS, indicateur fréquemment utilisé pour mesurer les tensions sur le marché du crédit à court terme, a retrouvé des niveaux à peine supérieurs à ceux d'avant la crise (graphique 12, cadre du milieu). Enfin, les primes des swaps cambistes sont revenues à leurs niveaux d'avant la crise (graphique 12, cadre de droite).

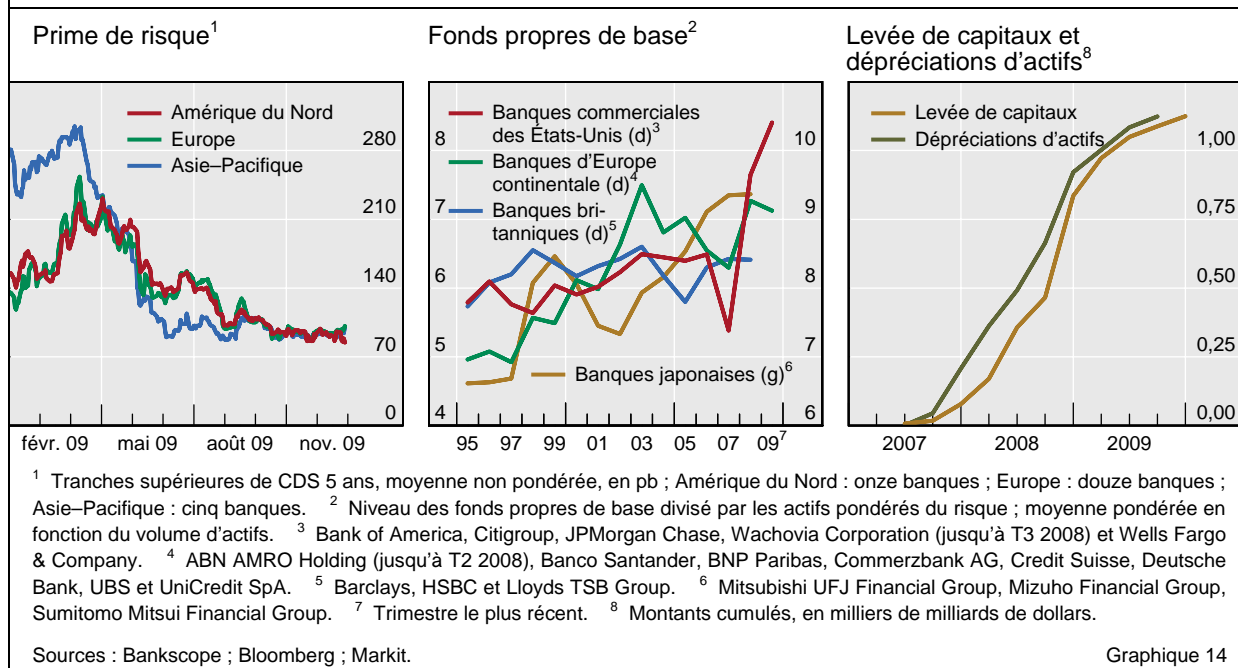
Les banques continuent d'assainir leur bilan

Les actions bancaires ont inscrit une nouvelle hausse sur la période analysée, du moins en Europe et aux États-Unis (graphique 13, cadre de gauche), mais

Les cours des actions bancaires évoluent en phase avec le marché



Prime de risque, niveau de fonds propres et dépréciations d'actifs



moins prononcée que le reste du marché, et leurs cours restent bien inférieurs à ceux d'avant la crise. Les actions japonaises se sont légèrement dépréciées ces derniers mois, en termes absolus et relatifs (graphique 13, cadre du milieu).

Les banques voient leur prime de risque diminuer tandis qu'elles continuent d'assainir leur bilan

Suivant l'évolution générale du marché, les primes de risque des banques se sont encore resserrées, signe d'une amélioration des bénéficiaires et de la poursuite du renforcement des fonds propres (graphique 14, cadres de gauche et du milieu). Après les importantes émissions d'actions des banques américaines au premier semestre, nombre d'établissements européens ont également levé des capitaux. En conséquence, le volume total de fonds collectés a enfin compensé les dépréciations d'actifs (graphique 14, cadre de droite). Les ratios de fonds propres de base se sont accrus d'environ 1 point de pourcentage sur les onze premiers mois de 2009. Il convient de noter en particulier, dans ce contexte, la large émission de droits de souscription de Lloyds Banking Group, fin novembre. Lloyds, dont le bilan avait souffert en raison du rachat de HBOS l'an passé, a émis des actions avec une décote de près de 60 %, pour lever la somme de £13,5 milliards. Lloyds a été, par ailleurs, la première banque à émettre des obligations convertibles en actions d'un genre nouveau (*contingent convertible bonds* ou *enhanced capital notes*), titres de dette automatiquement convertis en actions si le ratio des fonds propres de base tombe en deçà du niveau fixé. Ce concept de fonds propres subordonnés a fait l'objet d'une grande attention ces derniers mois ; reste à savoir si d'autres banques émettront des titres de cette nature.