

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE EN BUSINESS ANALYSIS & INTEGRATION

L'influence du COVID-19 et du populisme sur les écarts d'obligations souveraines.

Luyten, Emilia

Award date:
2021

Awarding institution:
Universite de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



L'influence du COVID-19 et du populisme sur les écarts d'obligations souveraines.

Emilia LUYTEN

Directeur : Prof. Jean-Yves GNABO

Mémoire présenté
en vue de l'obtention du titre de
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée
en Business Analysis & Integration

ANNEE ACADEMIQUE 2020-2021

Je tiens ici à exprimer toute ma gratitude à mon promoteur, le Pr. Dr Jean-Yves Gnabo, qui m'a épaulée dans la réalisation de ce mémoire. Ses remarques judicieuses et ses conseils avisés m'ont été d'une grande utilité pour mener à bien ce travail. J'aimerais également, sans les citer nommément, associer à ces remerciements toutes les personnes (amis, enseignants, proches...) qui m'ont soutenue et encouragée au cours de mes cinq années d'études.

Table des matières

1.	Introduction	4
2.	Revue littéraire	7
2.1.	La réaction des pays européens face au COVID-19	7
2.2.	Le populisme	8
2.2.1.	Définition.....	8
2.2.2.	Un leader charismatique	9
2.2.3.	Une nouvelle conception de la démocratie.....	10
2.2.4.	Les quatre vagues populistes	11
2.2.5.	Populisme de droite et de gauche	13
2.2.6.	Etat des lieux en Europe	14
2.2.7.	Le populisme en temps de COVID-19	16
2.3.	Les spreads d'obligation d'état.....	18
2.3.1.	Définition.....	18
2.3.2.	Les déterminants des écarts d'obligations d'état	19
2.3.3.	L'impact de la pandémie COVID-19 sur les déterminants classiques	20
3.	Variables et données.....	23
3.1.	Les données	23
3.2.	La variable dépendante.....	23
3.3.	Les variables explicatives.....	24
4.	Statistiques descriptives des variables.....	27
4.1.	Les spreads d'obligation souveraine	28
4.2.	Le populisme	28
4.3.	Le COVID-19.....	29
4.4.	Conclusion concernant les statistiques descriptives	29
5.	Evolution au cours du temps	30
5.1.	Les spreads d'obligation d'état.....	30
5.2.	Le populisme	32
5.3.	Le COVID-19.....	33
6.	Régressions économétriques	34
6.1.	Méthodologie.....	34
6.2.	Modèle MCO.....	35
6.3.	Modèles à effets fixes.....	36
7.	Conclusion.....	40
8.	Limites de l'étude et ouvertures	41
9.	Bibliographie	42
10.	Annexes	46

1. Introduction

Fin novembre 2019, une maladie infectieuse hautement transmissible est identifiée pour la première fois dans la municipalité chinoise de Wuhan. Deux mois plus tard, la découverte d'un nouveau coronavirus est officiellement annoncée par les autorités sanitaires chinoises et l'Organisation Mondiale de la Santé (OMS). Ce virus SARS-CoV-2 est l'agent responsable d'une nouvelle maladie infectieuse respiratoire appelée COVID-19. Très vite, cette maladie se répand à travers le monde. De plus en plus de pays découvrent l'apparition de cas au sein de leur population. La planète entière commence alors à s'inquiéter et à réfléchir aux risques de l'épidémie.

Profondément préoccupée par la gravité du virus, par le niveau alarmant de propagation de la maladie et par un degré d'inaction notoire, l'Organisation Mondiale de la Santé déclare le 11 mars 2020 que le COVID-19 peut être qualifié de pandémie. Le Directeur général de l'OMS appelle alors tous les pays à prendre d'urgence des mesures agressives pour freiner la propagation du virus¹.

Le 13 mars 2020, l'Europe devient l'épicentre de la pandémie. Elle compte à elle seule plus de cas et de décès détectés que le reste de la planète. Pour endiguer le phénomène et surtout éviter la saturation des hôpitaux, de nombreux pays européens sont contraints d'imposer des mesures restrictives fortes, y compris l'instauration d'un confinement strict. Toute l'économie est mise à l'arrêt. Les écoles, les restaurants, les bars ainsi que les magasins considérés comme non essentiels doivent fermer. Le franchissement des frontières est limité et les entreprises sont obligées, dans la mesure du possible, d'imposer le télétravail.

Cette cessation d'activités et les inquiétudes qui en découlent ont des conséquences dramatiques sur l'économie. La pandémie COVID-19 provoque un choc macro-financier sans précédent et met à rude épreuve les budgets gouvernementaux à travers le monde. En date du 4 avril 2021, on recense plus de 131 millions de cas confirmés de COVID-19 dans 190 pays, avec plus de 2,85 millions de décès (OMS, 2021). On ignore encore pas mal de choses sur la pandémie, mais il est déjà clair que l'économie mondiale est plongée dans la récession la plus profonde depuis la Grande Dépression des années 1930.

¹ <https://www.who.int/fr/director-general/speeches/detail/who-director-general-s-opening-remarks-at-the-media-briefing-on-covid-19---11-march-2020>

Cependant, au sein de l'Europe, tous les pays ne sont pas encore confrontés au virus de la même manière. Les politiques adoptées pour contrer la propagation de la maladie sont d'ailleurs différentes. Les pays européens les plus gravement touchés sont le Royaume-Uni, avec plus de 127 000 morts, suivi de l'Italie avec plus de 111 000 morts. Ensuite, on retrouve la France, l'Allemagne, l'Espagne ou encore la Pologne. Lorsqu'on se penche sur les statistiques mondiales, on constate qu'en date du 4 avril 2021, les six pays les plus touchés par le virus du COVID-19 sont les Etats-Unis, le Brésil, le Mexique, l'Inde, le Royaume-Uni et l'Italie². Ces six pays ont une chose en commun : le populisme. Dès lors, des questions légitimes se posent : les gouvernements populistes ont-ils plus de difficultés à gérer la crise du COVID-19 ? Peut-on avoir confiance dans un gouvernement populiste pour gérer une crise sanitaire de cette envergure ?

Dans ce mémoire, nous allons tenter de répondre à ces différentes questions. Pour ce faire, nous étudierons l'influence des régimes politiques populistes sur les spreads d'obligations souveraines en temps de crise sanitaire. Plus spécifiquement, l'objectif fixé est de d'abord déterminer si la pandémie du COVID-19 influence les spreads d'obligation souveraine. Nous pourrons donc ensuite examiner si le spread varie de la même manière dans les pays dirigés par un régime populiste. Le spread est un bon indicateur qui ressort à chaque crise, car il reflète la confiance qu'ont les marchés dans l'économie d'un pays. En effet, plus les marchés ont confiance dans la capacité d'un pays à avoir une économie stable, plus son spread est faible.

Ce travail compte puiser son originalité dans l'intégration de nouvelles variables telles qu'un indice de populisme et un indice de crise sanitaire au côté des déterminants classiques des spreads d'obligations souveraines (Alexopoulou et al., 2009 ; Assmann & Boysen-Hogrefe, 2009). Pour ce faire, le populisme sera mesuré à l'aide d'un indice correspondant au pourcentage de votes obtenus par les partis populistes lors des élections nationales. Le COVID-19 quant à lui sera mesuré en termes de nombre de décès par mois. Les données seront collectées sur un échantillon de 14 pays européens et sur une période allant de janvier 2015 à décembre 2020. Nous nous attendons à ce que les spreads soient plus élevés dans les pays fortement impactés par la pandémie et que cet effet soit aggravé là où des régimes populistes sont au pouvoir. Il y aurait peut-être un doute du marché sur la capacité des gouvernements populistes,

² <https://covid19.who.int/>

caractérisés par leur remise en cause des institutions, des élites et des experts, à gérer une crise d'ampleur mondiale.

Ce mémoire commencera par une revue de littérature qui permettra de faire le point sur ce qu'on connaît déjà de cette problématique. Nous collecterons ensuite l'ensemble des données relatives aux déterminants des spreads d'obligations souverains (populisme, COVID-19 et déterminants classiques). Une fois ces données rassemblées, nous analyserons leurs statistiques descriptives, leur évolution au cours du temps ainsi que leurs corrélations. Nous réaliserons ensuite des régressions de panel et nous étudierons des interactions permettant de mettre en évidence d'éventuels résultats significatifs. Enfin, nous terminerons notre étude en présentant les limites et en évoquant des perspectives pour de futures recherches potentielles.

2. Revue littéraire

2.1. La réaction des pays européens face au COVID-19

Dans les différents pays européens examinés, il apparaît que les gouvernements ont pris des décisions relativement similaires en matière de politique de santé, et ce, indépendamment de leur positionnement libéral, conservateur ou populiste et de l'impact relativement faible ou élevé du COVID-19 (Bobba & Hubbé, 2021). Au début, l'Europe a connu quelques variations dans les réponses fournies face à cette crise soudaine. Lors des premiers jours de la pandémie, le premier ministre britannique Boris Johnson a affirmé être en faveur de l'immunité collective au Royaume-Uni, stratégie sur laquelle espéraient aussi miser les Pays-Bas. L'Espagne, l'Italie, la France ou encore la Belgique ont de leur côté opté pour un confinement strict alors que l'Allemagne, la République tchèque, la Pologne et la Hongrie se sont contentées de formes de restrictions plus légères, notamment en ce qui concerne le contrôle des déplacements.

A travers toute l'Europe, l'urgence sanitaire a été la priorité absolue des états, ce qui a permis l'adoption de mesures temporaires exceptionnelles. Quelques semaines seulement après le début de l'épidémie à Wuhan et son apparition en Europe, les pays du monde entier se sont rendus compte que les avertissements de l'Organisation mondiale de la santé (OMS) et du Centre européen de prévention et de contrôle des maladies (ECDC) devaient être pris très au sérieux. Chaque gouvernement a alors nommé un comité scientifique et médical sur lequel il pourrait s'appuyer pour prendre les décisions les plus importantes.

Comme la pandémie y était arrivée quelques semaines plus tôt qu'ailleurs, l'Italie a malgré elle montré aux autres pays européens comment réagir, leur permettant de structurer leurs solutions en matière de politique de santé. Néanmoins, malgré l'eupéanisation de la crise, les réponses n'ont pas toujours été coordonnées au niveau de l'UE.

Que ce soit en matière de quarantaine ou de dépistage, les mesures décidées au sein des différents pays de l'Union européenne étaient loin d'être concertées. Le simple exemple du couvre-feu, imposé différemment dans de nombreux pays, illustre ce manque total de coordination. A certains moments de la pandémie, on ne pouvait plus sortir après 18h à Paris, après 21h à Prague, après 22h à Bruxelles et à partir de minuit à Madrid ! La Commission européenne a d'ailleurs regretté que les Etats membres n'aient pas suffisamment communiqué les informations relatives à leur stratégie de confinement, à leurs dispositifs de tracing ou à la capacité de leurs hôpitaux.

2.2. Le populisme

2.2.1. Définition

« *Alors surtout pas de définition, ce serait trop facile. Le populisme est un mot. Comme toujours, lorsqu'un mot est en même temps stigmatisant et à prétention descriptive, il est à utiliser avec beaucoup de pincettes.* » (Badie, 2019). Bien que les populistes aient tendance à être brefs et à tout simplifier, le terme qui les désigne est loin d'être facile à définir. Le mot « populisme », qui tente de recouvrir une portée à la fois descriptive et explicative, a tellement été utilisé par les différentes sciences sociales que le sens qui lui est attribué peut varier en fonction des points de vue adoptés.

Nous allons donc tenter d'en cerner la signification, non par une simple définition mais par une autre approche. Commençons d'abord par dire ce que n'est pas le populisme. Le populisme n'est ni une doctrine, ni une philosophie. Ce n'est pas non plus un programme de gouvernement, ni un régime politique. Ce terme désigne plutôt une situation qui pourrait être qualifiée, comme le disait le sociologue Emile Durkheim, de *pathologique*. Le populisme serait ainsi une pathologie de la société. Mais de quelle pathologie parle-t-on ? Le populisme s'installe généralement lorsqu'on se trouve dans une situation de défiance d'un peuple envers ses institutions ainsi qu'envers les élites qui les font fonctionner (Badie, 2019). Et cette situation s'avère très grave ! Le peuple n'existe en effet qu'au travers de ses institutions. Comme le disait Jean-Jacques Rousseau : « Il n'y a de peuple que celui qui s'institue ». Le populisme reflète donc une réelle crise de confiance entre le peuple et les institutions qui sont censées l'avoir fondé.

Cette crise de confiance, elle peut se nourrir de deux logiques. La première relève d'une défiance à l'égard de la légitimité des institutions ; quant à la deuxième, elle remet en cause leur efficacité.

La défiance à l'égard de la légitimité des institutions

Dans cette logique, le peuple ne reconnaît plus la légitimité des institutions de son pays. Cette crise de légitimité peut se manifester au travers de trois éléments, que l'on retrouve aujourd'hui à peu près partout dans le monde :

- La première manifestation est l'**extranéité**³. Les institutions auraient été imposées au peuple de manière externe et ce dernier ne se reconnaît pas dans ces institutions, qui lui sont étrangères. Dès lors, le peuple n'en veut pas et les rejette.
- La deuxième manifestation est l'**exclusion**. Les institutions sont présentes, mais elles ne tiennent pas compte du peuple. Ainsi sa voix ne compte pas, il n'existe pas et il n'est pas reconnu. Les décisions se prennent totalement en dehors du peuple, qui se sent exclu. Les institutions qui l'excluent n'ont donc aucune valeur à ses yeux.
- La troisième et dernière manifestation est l'**humiliation**. Les institutions non seulement excluent le peuple mais elles l'humilient. Elles portent atteinte à sa dignité, ne le respectent pas et entravent sa liberté.

La défiance dans l'efficacité des institutions

Le peuple ne croit plus en l'efficacité de ses institutions. Celles-ci ne sont pas efficaces car elles ne le protègent pas face à deux menaces habituelles, qui génèrent et reproduisent le populisme depuis plus d'un siècle. Ces menaces ne sont rien d'autre que l'incertitude d'ordre économique, mais surtout ce qui arrive de l'extérieur. La vraie menace pour les populistes, c'est l'autre, c'est-à-dire celui qui se trouve à l'extérieur et contre lequel les institutions ne le protègent pas. Il y a chez eux une véritable opposition à une société ouverte, mondialiste et multiculturelle. C'est donc la combinaison de l'insécurité économique et culturelle provoquée par l'internationalisation qui génère une crise de confiance à l'égard de l'efficacité des institutions.

2.2.2. Un leader charismatique

Le charisme et le populisme vont de pair. A la tête de chacun des partis populistes, on retrouve une figure charismatique tenant des discours simplifiés, familiers et à connotation démagogique. Le chef populiste est doté d'un pouvoir presque métaphysique (Kurska, 2019). Le sociologue Max Weber a défini cette domination charismatique comme « *l'autorité fondée sur la grâce personnelle et extraordinaire d'un individu. [...] Elle se caractérise par le dévouement tout personnel des sujets à la cause d'un homme et par leur confiance en sa seule*

³ Caractère de ce qui est étranger (Dictionnaire Robert)

personne en tant qu'elle se singularise par des qualités prodigieuses, par l'héroïsme ou d'autres particularités exemplaires qui font le chef ».

C'est ici que les populistes se révèlent particulièrement adroits. Ils arrivent à convaincre la population de leur capacité à la protéger et à résoudre ses problèmes. Le peuple se reconnaît facilement en eux et les leaders se reconnaissent dans le peuple. Grâce à cette estime mutuelle, les populistes peuvent dès lors tout entreprendre et ne reculent devant rien. Le leader est le peuple, en prend les frustrations et les souffrances, les sentiments profonds et les colères (Dubet, 2019). Et dans ces conditions, le peuple lui donne tout pouvoir.

Prenons le cas de l'Italie et de son leader populiste Matteo Salvini, idolâtré par plusieurs millions d'Italiens. Les deux tiers de la population italienne considèrent que c'est l'homme du futur pour leur pays (C dans l'air, 2019). Cette estime, il l'a obtenue grâce aux réseaux sociaux où il rend publiques de nombreuses scènes d'une vie simple. Il poste régulièrement des photos de lui qui le présentent en train de manger un plat traditionnel de spaghettis ou torse nu sur les plages populaires italiennes. Il se vante également de passer plus de temps en compagnie du peuple que dans son bureau en postant de nombreux selfies réalisés avec des quidams.

Les leaders populistes utilisent régulièrement cette stratégie de proximité pour apparaître comme des hommes quelconques, ordinaires et accessibles. Le message qu'ils veulent faire passer en faisant tout cela est : « je mange comme vous », « je me baigne comme vous », tout en sous-entendant « je suis comme vous », « je pense comme vous » et « j'agis pour vous ». Et c'est quelque chose qui plaît énormément. Il y a cette idée que le leader populiste est pratiquement l'émanation naturelle du peuple. En d'autres termes, le peuple dans sa grande diversité se retrouve en un individu qui est le leader populiste.

2.2.3. Une nouvelle conception de la démocratie

Contrairement aux différents mouvements qu'on a pu connaître dans les années 1930, le populisme actuel respecte la démocratie et le jeu électoral (Dartois, 2020). D'après Margaret Canovan, philosophe politique anglaise, le populisme ne rejette pas la démocratie et ne représente pas non plus son contraire ou sa négation. Il incarne plutôt une demande radicale pour plus de démocratie ou pour d'autres pratiques démocratiques comme la consultation populaire ou la démocratie participative. (Jamin, 2019). Le populisme apparaît donc comme un mouvement de dénonciation de la démocratie dans sa dimension représentative. Il s'érige en

grand défenseur de formules de réappropriation du pouvoir telles que le referendum d'initiative populaire ou le *recall*, qui permet de démettre un élu.

Les populistes des démocraties occidentales se présentent comme les seuls véritables démocrates, déterminés à expliquer au peuple « *ce qui n'a pas fonctionné, qui est à blâmer et ce qu'il faut faire pour inverser la situation* » (Betz & Johnson, 2004). Pour eux, la démocratie doit être une « expression de la volonté générale du peuple » (Mudde, 2004). Au lieu de cela, elle a été usurpée par les élites, qui sont responsables de tous les problèmes majeurs qui l'affectent.

2.2.4. Les quatre vagues populistes

Le moment populiste que nous connaissons aujourd'hui n'est pas le premier qu'ont expérimenté les sociétés modernes. On peut en effet distinguer quatre vagues populistes, qui se sont succédé à travers l'histoire contemporaine.

La première vague date de la fin du 19^e siècle à travers trois épisodes survenus simultanément dans des pays très différents : la Russie avec le mouvement des Narodniki, les Etats-Unis avec les paysans du Midwest et la France du général Boulanger (Zacharie, 2019). Trois situations particulières mais qui se présentent à chaque fois avec une logique similaire.

Dans la Russie des années 1870, on se trouve en face du premier moment d'occidentalisation qui menace la paysannerie traditionnelle (Badie, 2019). Cette dernière a peur que la modernisation du tsarisme et la transformation de la société russe se fassent à son détriment. C'est alors qu'apparaît le premier mouvement populiste, celui des Narodniki. Ce mouvement est porté par des activistes, représentés majoritairement par des étudiants, mais aussi par la fraction la plus slavophile des intellectuels. Il prône une société fondée sur la communauté villageoise et l'organisation de la nation en un réseau de coopératives autogouvernées, chapeautées par un gouvernement central autoritaire.

On retrouve une situation semblable aux Etats-Unis et en France. Comme l'explique le politologue et historien Guy Hermet, « *Tant le boulangisme que le Parti du peuple américain interviennent comme contrecoups de la révolution industrielle du grand capitalisme, celle des sidérurgies géantes, des puissantes compagnies de chemin de fer, des banques tentaculaires, des toutes nouvelles technologies de l'électricité et des télécommunications. Tous deux*

constituent en somme des réactions populaires contre la mondialisation innommée de l'époque, préfigurant ainsi nos populismes présents ».

Aux Etats-Unis, la paysannerie du Midwest voit un capitalisme bancaire se développer (Badie & Vidal, 2018). Il prétend construire de nouvelles infrastructures, comme les chemins de fer, au détriment de la terre qui est la ressource principale de cette paysannerie. Cette dernière se fige alors dans un conservatisme social qui dénonce le capitalisme cosmopolite et fonde en 1892 le *People's Party*, un parti anti-élite qui s'oppose aussi bien aux démocrates qu'aux républicains. Ses revendications sont à la fois progressistes, comme la lutte contre les inégalités sociales ou encore le droit de vote des femmes, mais également conservatrices avec la défense d'un protestantisme puritain.

En France, le boulangisme apparaît à la fin des années 1880. Ce mouvement s'est créé dans un contexte de dépression économique, de chômage croissant et de crise financière et il rassemble aussi bien des ouvriers que des membres de la bourgeoisie. A sa tête, on trouve le général Georges Boulanger qui prétend transcender le clivage gauche-droite et propose de remplacer la démocratie parlementaire par une démocratie plébiscitaire.

La deuxième vague populiste est probablement celle qui est la plus connue, avec l'arrivée dans l'entre-deux-guerres du nazisme en Allemagne et du fascisme en Italie (Badie, 2019). Ces deux mouvements ont été alimentés par un contexte international particulier. Il y avait un réel désir de revanche, face à la défaite et à l'humiliation pour l'Allemagne et face à une victoire étriquée pour l'Italie.

La troisième vague est quant à elle survenue dans le contexte des indépendances des pays du tiers-monde, dans les années qui ont suivi la seconde guerre mondiale (Zacharie, 2019). On se retrouve alors dans une situation où, pour une fois, l'Europe est presque totalement épargnée. A cette période, il n'y a quasi pas de mouvements populistes en Europe, mis à part le mouvement poujadiste qui apparaît en 1956 en France. Par contre, on observe ailleurs l'apparition de nouveaux phénomènes populistes, qui traduisent la volonté d'émancipation affichée par les anciennes colonies. En Afrique, c'est la naissance du nassérisme en Egypte et les présidences de Sékou Touré en Guinée. Du côté de l'Amérique latine, on remarque le péronisme argentin. Et en Asie, on note l'arrivée au pouvoir de Nehru en Inde ou d'Ahmad Sukarno en Indonésie. Ces différents mouvements préconisent le nationalisme comme moyen de briser les chaînes de la dépendance.

Le quatrième mouvement populiste, c'est celui que nous connaissons aujourd'hui (Zacharie, 2019). On y est confronté maintenant et partout, aux quatre coins de la planète et on le retrouve tant aux Philippines qu'en Italie, aux États-Unis, au Rwanda ou encore en Hongrie. Cette quatrième vague est apparue dans le contexte de la mondialisation, ou plutôt de la peur de la mondialisation. Elle a donné naissance à de nombreux mouvements qui opposent les intérêts du peuple à ceux des élites économiques et politiques, accusées d'être incapables de protéger la population et responsables de la crise. La crainte de la mondialisation ainsi que celle de ce qui est étranger constituent un facteur qui est en train d'écrire notre histoire contemporaine.

A considérer ces quatre vagues avec un peu de recul, on peut y déceler trois éléments de similarité qui caractérisent le populisme (Badie, 2019). Le premier de ceux-ci relève de l'**immédiateté**. On entend par là que le peuple refuse la médiation d'institutions qui lui sont extérieures pour exercer le pouvoir. Il n'accepte que l'autorité d'un chef suprême, justement parce qu'il s'est dessaisi de ces institutions. Le chef suprême est un leader charismatique auquel le peuple se confie pour faire contrepoids à la faillite des institutions.

Le second élément est le recours à un **bouc émissaire**. Dans une situation de crise grave, il faut évidemment dénoncer les responsables. Et ces responsables, ce sont d'abord les institutions et les élites, mais ce sont aussi tous ceux qui incarnent la dimension internationale. Ce sont les étrangers, les migrants.

Et puisque le populisme exprime la peur de l'extérieur, le dernier élément de similarité n'est rien d'autre que le **retour vers l'identité**. Et lorsqu'on parle d'identité, ce n'est pas n'importe laquelle ! On est en effet très loin de l'identité politique ouverte. On est plutôt dans l'identité fermée, l'identité de souche, des racines. Sont exclus en quelque sorte tous ceux qui ne représentent pas la pureté nationale ou historique.

2.2.5. Populisme de droite et de gauche

Le populisme tel que nous le connaissons aujourd'hui a donné naissance à divers mouvements opposant les intérêts du peuple à ceux des élites économiques et politiques, accusées d'être responsables de la crise. Hormis ce trait commun, ces mouvements qualifiés de populistes peuvent pourtant présenter des différences notoires. Certains se positionnent en effet clairement à droite alors que d'autres se revendiquent de gauche (Zacharie, 2019).

Les populistes de droite sont connus pour leur caractère nationaliste et xénophobe (Dartois, 2020). Ils défendent donc la fermeture des frontières aux étrangers afin de préserver la culture et la population nationale. Chaque culture possède ses propres caractéristiques, qui la rendent unique. Elle est donc incompatible avec l'idée d'universalisme. Ce discours, on ne le retrouve pas du côté des populistes de gauche. En effet, ces derniers défendent même le droit d'asile. Leur objectif serait plutôt de réguler les flux migratoires pour éviter que la main d'œuvre locale ne soit remplacée par de la main d'œuvre étrangère, car elle représente un coût plus faible.

Une autre différence entre ces deux types de populisme concerne leur conception du peuple. A droite, on vise à défendre les intérêts particuliers d'une majorité exclusive contre une minorité. Pour le populisme de gauche, on vise plutôt à défendre l'intérêt général d'une communauté de citoyens.

Si les deux formes de populisme se disent eurosceptiques, elles ne reprochent pour autant pas la même chose à l'Europe. Les populistes de droite critiquent l'Europe pour son caractère supranational, pour le fait d'assouvir toutes les nations à l'Union européenne. Les populistes de gauche quant à eux reprochent à l'UE son caractère néolibéral.

2.2.6. Etat des lieux en Europe

« Le populisme n'a épargné aucune région du monde » (Zacharie, 2019). Ces dernières décennies, nous avons connu une première percée populiste à la suite de la crise financière de 2008 et de ses politiques d'austérité. Mais les partis populistes ont surtout gagné en popularité en tirant profit du contexte créé par le terrorisme djihadiste et les centaines de milliers de réfugiés ayant fui la guerre au Moyen-Orient. Cette situation a permis à de nombreux leaders populistes d'accéder au pouvoir et de remettre radicalement en cause la mondialisation et la société ouverte.

Si l'on se concentre sur l'Europe, on remarque que c'est dans sa partie orientale que le national-populisme a d'abord démarré, pour devenir petit à petit un phénomène quasi généralisé. Cette particularité n'est pas anodine. C'est en effet là-bas, et plus particulièrement en Hongrie, que l'impact de la crise financière de 2008 a été le plus violent. Mais ce n'est pas tout. Les pays situés à l'est ont été pendant de nombreuses années sous l'emprise du communisme. Leurs démocraties ne sont donc que très récentes. Dès lors, ces pays ne sont pas

encore parvenus à développer un système politique stable basé sur des partis de gouvernement durables et un système d'alternance gauche-droite. C'est dans ce contexte qu'on a vu croître Fidesz, le parti de Viktor Orban en Hongrie, ou le PiS de Jaroslaw Kaczynski en Pologne. Ces deux partis prônent la lutte contre l'immigration et contre l'islamisation de la civilisation chrétienne. Ils adoptent des mesures similaires, relatives à la réforme des tribunaux, au contrôle des médias et à la remise en cause de l'Etat de droit et de la séparation des pouvoirs. Dans le même registre, on retrouve le SMER de Robert Fico en Slovaquie ou l'ANO de Andrej Babis en République tchèque.

Bien que ces pays présentent des particularités qui favorisent la montée du populisme, ils sont pourtant loin d'être les seuls à avoir été impacté significativement par le national-populisme. En 2014, les élections européennes ont constitué un véritable choc pour les démocraties occidentales : 20% des sièges du Parlement européen ont été empochés par des partis populistes. Dans deux des trois économies principales de l'Union européenne, ce sont des partis populistes qui arrivent en tête : le Rassemblement National de Marine Le Pen en France et l'UKIP de Nigel Farage en Grande-Bretagne. Toujours en 2014, lors des élections législatives en Belgique, les nationalistes flamands de la N-VA ont fait une entrée remarquée au gouvernement fédéral. On observe donc qu'un peu partout en Europe, les partis populistes remportent un succès croissant.

Cependant, ces partis populistes restent dans l'incapacité de faire une coalition au Parlement européen et les nombreux sièges obtenus restent dispersés dans différents groupes politiques. Cela reflète bien la difficulté de regrouper des forces politiques qui, même si elles présentent des idéologies semblables, ont « des racines historiques différentes et des nuances dans leur revendications et leur degré de radicalité ». Un premier groupe politique d'extrême droite, l'*Europe des nations et des libertés*, a été constitué par Marine Le Pen. Il rassemble le Front National, le PVV des Pays-Bas, la Lega italienne, le FPÖ autrichien ou encore le Vlaams Belang flamand. Un second groupe, l'*Europe de la liberté et de la démocratie directe*, réunit les partis de la droite souverainiste et rassemble le parti UKIP de Grande-Bretagne, le Mouvement 5 étoiles italien ou encore le parti Debout la France. Enfin, un troisième groupe de droite eurosceptique, *Conservateurs et réformistes européens*, se compose des Tories britanniques, du PiS polonais, des nationalistes flamands de la N-VA ou encore du parti populaire danois. En dehors de ces trois groupes parlementaires, on retrouve une vingtaine de partis qui restent isolés, tels que les néonazis d'Aube Dorée (Grèce) et le Jobbik (Hongrie).

Le 26 juin 2016, un deuxième choc ébranle les démocraties occidentales. C'est à cette date que les Britanniques envoient un premier avertissement à l'Europe, avec l'annonce d'un référendum en faveur du Brexit. On voit alors ressurgir de vieux thèmes chers au nationalisme, comme le rejet des flux migratoires, la dénonciation d'une Europe qui mettrait sous tutelle les nations et la dénonciation de la bureaucratie. Quatre mois plus tard, Donald Trump est élu à la présidence des Etats-Unis. Ces nouvelles successives retentissent comme de véritables coups de tonnerre. D'autant plus qu'elles surviennent dans deux berceaux du néolibéralisme et bouleversent non seulement leur système politique mais engendrent également des répercussions néfastes au plan international. Le Brexit signifie qu'il n'est désormais plus impossible de quitter l'Union européenne et l'élection de Donald Trump annonce que les Etats-Unis, qui représentaient jusque-là le principal moteur de la mondialisation, en deviennent maintenant le principal pourfendeur.

Ces événements ont été le signal de départ d'une flambée de nationalisme et de conservatisme, de sorte que l'Europe occidentale a vu à son tour se former des gouvernements populistes et nationalistes. En 2018, l'Italie met en place une coalition eurosceptique composée du Mouvement 5 étoiles et de la Lega. En 2019, lors des élections législatives belges, la N-VA et le Vlaams Belang remportent à eux deux quasiment la moitié des sièges flamands au Parlement fédéral. Toujours en 2019, aux élections européennes, les partis nationalistes et eurosceptiques gagnent du terrain en obtenant 172 sièges, contre 155 en 2014. Mais cette montée du populisme ne touche pas que les pays occidentaux. Les pays émergents ne sont pas non plus épargnés, avec l'élection de Jair Bolsonaro au Brésil en 2018. « *Partout, de l'Europe de l'Est à l'Europe de l'Ouest, de l'Europe du Sud à la Scandinavie, des Amériques à l'Asie, le discours national-populiste a remporté des succès électoraux qui font vaciller les démocraties libérales et le système multilatéral* » (Zacharie, 2019).

2.2.7. Le populisme en temps de COVID-19

De nombreux auteurs sont d'accord sur un point : les situations de crise sont des périodes propices à l'émergence du populisme, ou du moins elles peuvent la favoriser. Le COVID-19 n'a certes pas eu le même impact dans tous les pays du monde, mais pour un certain nombre d'entre eux, la pandémie a été la plus grande crise sanitaire et économique vécue depuis la seconde guerre mondiale (Bobba & Hubbé, 2021). En mars 2020, les pays européens se sont

retrouvés dans une situation dont ni les gouvernements, ni les services de santé, ni l'OMS n'ont été capables de mesurer le risque.

Contrairement aux crises que l'Europe a connues ces dix dernières années, celle du coronavirus est une crise particulière. Sa nature d'ordre sanitaire ne cadre pas avec les schémas habituels des crises économiques ou migratoires. Dans ce cas-ci, il n'existe pas a priori de responsabilité politique directe. En effet, les causes de la crise du coronavirus sont accidentelles et déterminées par des chocs involontaires (Bobba & Hubbé, 2021). Dès lors, une question essentielle se pose : les populistes ont-ils pu tirer parti de cette crise ?

Dans les premiers mois qui ont suivi l'émergence du COVID-19 en Europe, il n'y a pas eu de réelle politisation de la part des partis populistes. Ceux-ci n'avaient tout simplement pas d'emprise sur cette situation ni de possibilités de s'en approprier les enjeux. Les crises de ce type, tout comme les catastrophes naturelles, sont difficiles à politiser parce qu'elles sont causées par des événements indépendants de la volonté humaine. Ici, il ne s'agissait pas de migrations ou de décisions politiques contestables que l'on pouvait pointer du doigt. Cependant, cette pandémie aurait pu être un tremplin parfait pour les populistes, car elle a révélé des défaillances de la part des gouvernements et du monde scientifique, qui n'ont pas toujours réussi à apporter des réponses efficaces et rationnelles pour gérer la crise. Cela aurait pu être le cas s'il n'y avait pas eu d'urgence sanitaire. En effet, si les mesures prises ont pu sembler strictes et brutales, au final, qui aurait pu être contre des mesures visant à protéger les citoyens ?

D'ailleurs, dans les pays où les populistes sont au pouvoir, les gouvernements ont tenté de gérer cette pandémie comme une tâche non politique et fondée sur la science, dans le but de renforcer leur légitimité. Ce fut le cas de la Pologne avec PiS, de l'Italie avec M5S ou encore de la Hongrie avec Fidesz. La crise aura été pour les dirigeants de ces partis une occasion de montrer qu'ils étaient de bons gestionnaires, qu'ils prenaient soin de leur population en adoptant de bonnes décisions qui tenaient compte de l'avis de la communauté scientifique. On a donc eu dans un premier temps un phénomène de dépolitisation de la crise sanitaire.

C'est seulement quelques mois plus tard, lorsque la pandémie s'est vraiment installée dans la vie des citoyens, que les premières réactions populistes sont apparues. Il y a eu alors une tentative de politisation du COVID-19. En effet, comme une gestion parfois maladroite de la crise avait commencé à éroder la confiance de la population envers les autorités politiques et scientifiques, on a vu s'organiser aux quatre coins de l'Europe de nombreuses manifestations anti-masque, au cours desquelles une partie de la population s'est opposée aux mesures prises

pour freiner la propagation du virus. Au cours de ces manifestations, des revendications typiques des populistes ont été brandies à l'encontre des élites scientifiques et des grands groupes pharmaceutiques, critiquant la fermeture des frontières et la limitation des libertés publiques, et soutenant la théorie du complot. Heureusement, en Europe, aucun chef d'état n'a joué la carte du complotisme de manière intensive, contrairement aux Etats-Unis ou au Brésil. Seul le Royaume-Uni a soutenu brièvement cette théorie, mais cet argument s'est rapidement aplati avec la contamination de Boris Johnson.

En bref, il semble que, de manière globale, le populisme européen n'ait ni profité, ni pâti de la crise du COVID-19. Dans la première phase de la pandémie (c'est-à-dire de mars à juin), aucune manifestation symbolique hostile ni aucune opposition politique n'ont été observées. Au contraire, toutes les opinions ont convergé vers des solutions communes. Les partis, tant populistes que non populistes, se sont généralement mis d'accord pour voter ensemble des mesures visant à protéger leur population. Dans l'Europe entière, la pandémie COVID-19 a été considérée par les principaux partis politiques comme un défi scientifique à relever et une question impérieuse à résoudre.

2.3. Les spreads d'obligation d'état

La pandémie du COVID-19 a provoqué un choc macro-financier sans précédent et a mis à rude épreuve les budgets gouvernementaux à travers l'Europe (Cevik & Öztürkkal, 2020). Pour maîtriser cette crise sanitaire et protéger les populations à risque, la plupart des pays ont mis en place des mesures de confinement strictes qui ont conduit à une contraction de l'activité économique.

La contraction économique résultant de la baisse des recettes publiques et de la hausse des dépenses des Etats a mené à une flambée des déficits budgétaires et de la dette publique en Europe. Nombreux sont ceux qui craignent de voir se déclencher une cascade de défauts souverains. Cette situation, accompagnée d'une aversion au risque plus accrue et de l'incertitude entourant la pandémie, a provoqué une nette augmentation des écarts d'obligations souveraines.

2.3.1. Définition

L'écart, plus communément appelé le spread d'obligation souveraine, est un indicateur de la qualité du crédit souverain et de la perception par les investisseurs du risque de défaut

concernant un état (Remola et al., 2007). Il désigne une différence entre deux références qui sont, dans ce cas-ci, deux taux sur les marchés : le taux auquel emprunte l'Allemagne sur dix ans et un autre taux souverain comme celui de la Belgique, de l'Italie ou de n'importe quel autre pays (Damgé, 2018). La logique de cet indicateur est la suivante : plus les marchés ont confiance dans la capacité d'un pays à avoir une économie stable, moins le taux d'intérêt est élevé. Dès lors, le taux de l'emprunt d'un pays augmente à mesure que les investisseurs s'inquiètent de sa capacité à les rembourser.

Pourquoi l'Allemagne a-t-elle été choisie comme taux de référence ? Depuis de nombreuses années, ce pays bénéficie d'une image de bon gestionnaire. C'est le pays européen qui rassure le plus les investisseurs et donc celui qui emprunte aux taux les plus bas. « *L'obligation souveraine allemande est donc une référence pratique pour voir si un autre pays européen perd la confiance des investisseurs, sans perdre de vue le contexte plus général* » (Damgé, 2018). En effet, supposons que la situation économique mondiale s'effondre. A ce moment-là, les investisseurs seront réticents à financer la reprise économique de manière globale. Le taux de pratiquement tous les pays, y compris celui de l'Allemagne, augmentera. Les écarts avec les autres pays resteront donc cohérents. Par contre, si le problème est localisé sur un pays, c'est uniquement lui qui sera impacté. Comme il aura du mal à lever de nouveaux fonds, le taux auquel il emprunte sera impacté, sans avoir de conséquence sur le taux allemand.

2.3.2. Les déterminants des écarts d'obligations d'état

Quels sont les déterminants des écarts des obligations d'état ? Des auteurs comme Edwards (1984), Codogno et al. (2003) ou encore Alexopoulou et al. (2009) en ont identifié plusieurs. Ceux-ci qui peuvent être classés en deux grandes catégories : les déterminants relatifs au risque de défaut de crédit et ceux relatifs au risque international et de liquidité.

Dans la première catégorie, celle relative au risque de défaut de crédit, on retrouve essentiellement les fondamentaux budgétaires. Attinasi et coll (2009) et Haugh et al. (2009) ont analysé les écarts de rendement des obligations d'Etat et ont constaté que la détérioration de la dette et des déficits budgétaires attendus élevés sont des déterminants essentiels et influencent positivement les écarts d'obligation d'état. Ces variables reflètent la crédibilité d'un gouvernement à rembourser ses dettes (Hauner et al., 2007).

Engen et Hubbard (2004), Kinoshita (2006) ou encore Hischer et Nosbusch (2010) prétendent que le niveau et la composition des fondamentaux budgétaires mais aussi d'autres indicateurs macroéconomiques ont un impact sur les rendements et les écarts des obligations souveraines. Parmi ces indicateurs, on retrouve la croissance réelle du PIB (Gerlach et al., 2010) ainsi que le compte courant (Strahilov, 2006). Cependant, pour ces deux variables, les avis à propos de leur impact sur les écarts d'obligation d'état restent mitigés.

Plusieurs chercheurs comme Codogno et al. (2003) considèrent que le risque international est l'un des déterminants les plus importants, et plus particulièrement pour les pays endettés. Les taux d'intérêt à court terme, qui correspondent aux conditions de liquidités, sont considérés comme ayant une forte influence sur les rendements obligataires (Koukouritakis and Michelis, 2008 ; Manganelli and Wolswijk, 2009).

2.3.3. L'impact de la pandémie COVID-19 sur les déterminants classiques

Dettes publiques

La dette publique d'un état représente l'ensemble de ses emprunts en cours (Irwin, 2015). La crise du COVID-19 a bien évidemment affecté la dette publique des Etats membres de l'Union européenne puisqu'elle a considérablement augmenté les besoins de financements en 2020.

Les mesures mises en place pour endiguer le virus, qu'elles aient été d'ordre sanitaire, économique ou social, ont été particulièrement coûteuses pour les Etats. Au début de l'année 2020, la dette publique moyenne des états membres a connu une première hausse avec une augmentation à hauteur de 95% de leur PIB. Cette augmentation s'est accentuée à la fin du quatrième trimestre 2020 pour atteindre 97,3% de leur PIB. La dette s'est ainsi élevée à environ 11 000 milliards d'euros dans les pays de l'UE (Eurostat, 2021).

Au sein de l'Union européenne, trois pays ont alors atteint fin 2020 une dette publique supérieure à 120% de leur PIB (Olivier, 2021). En première place, la Grèce, avec un ratio de presque 200%, suivie par l'Italie et le Portugal. La France également s'est retrouvée au-dessus de la moyenne européenne de 89,8%, avec un taux d'endettement de 116,5% de son PIB.

A titre comparatif, par rapport au deuxième trimestre de 2020 (trimestre fortement marqué par la mise en œuvre des mesures de confinement), on remarque fin 2020 une certaine stabilité du ratio dette publique/PIB aux Pays-Bas. Pour le reste des pays de l'UE, tous avaient enregistré

à cette même époque une hausse de ce ratio, à l'exception de l'Autriche (-3,4 points), de la Finlande (-1,7 point), de la République tchèque (-1,5 point), de la Belgique (-0,9 point) et de l'Irlande (-0,7 point). Mais dans tous les cas, si l'on compare la situation à celle de 2019, on constate que tous les Etats membres ont connu une hausse de leur ratio de dette publique par rapport au PIB. C'est donc un signe que la crise du COVID-19 a entraîné d'importantes augmentations de dépenses de la part des états, dont les hausses les plus significatives ont été enregistrées en Italie (+17,4%) et en Grèce (+17,3%).

Déficit budgétaire

Le déficit budgétaire représente le solde annuel entre les recettes et les dépenses des états (Irwin, 2015). Bien qu'on ait observé une reprise par rapport au trimestre précédent, le déficit budgétaire du quatrième trimestre 2020 a atteint en moyenne 5,6% du PIB au sein de l'Union européenne, soit une hausse de près de 5 points par rapport au quatrième trimestre 2019 (Eurostat, 2021).

Les recettes publiques se sont élevées à 46% du PIB au dernier trimestre de 2020, ce qui représente une légère baisse par rapport au trimestre précédent (47,4%). Les dépenses publiques totales quant à elles ont également diminué, passant de 59% à 51.6% du PIB en moyenne sur la même période.

Solde du compte courant

Le solde du compte courant correspond à la capacité ou au besoin de financement de l'économie nationale. Selon les estimations d'Eurostat, l'office statistique de l'Union européenne, le compte des opérations courantes de la balance des paiements de l'UE, corrigé des variations saisonnières, a enregistré un excédent de 110.3 milliards d'euros en fin 2020. Au niveau national, la majorité des pays européens ont enregistré en fin 2020 un solde positif à l'exception de la Belgique (- 0.3 milliard d'euros) et la Grèce (-2.7% milliards d'euros).

Croissance réelle du PIB

La Commission européenne a estimé que la crise du coronavirus a eu un impact négatif assez important sur la croissance au sein de l'Union européenne et que cet impact a entraîné une diminution du PIB réel de 6.3%. Tous les pays européens ont enregistré une diminution de leur PIB, à l'exception de l'Irlande (+3.4%). Les deux Etats membres qui ont enregistré le taux de récession le plus fort sont l'Espagne (-11%) et l'Italie (-8.9%), deux pays particulièrement

touchés par le coronavirus lors de la première vague. On retrouve ensuite la Grèce (-8.2%), suivie de la France (-8.1%) et du Portugal (-7.6%).

Cette situation économique est assez inédite en temps de paix. Néanmoins, il y a un espoir qu'elle s'améliore au cours de l'année 2021. La Commission européenne prévoit une augmentation de +3.7 % du PIB pour les pays européens. Mais cette croissance du PIB dépendra de plusieurs facteurs comme l'évolution de la pandémie ou l'efficacité des plans de relance.

Euribor 3 mois

L'Euribor est le taux d'intérêt moyen pratiqué par les banques européennes pour se prêter de l'argent en euros entre elles. Ce taux a été impacté par la crise du COVID-19. Si l'on se penche sur la figure 1, on peut remarquer qu'à partir de mars 2020, l'Euribor 3 mois n'a cessé d'augmenter pour atteindre un pic en mai 2020.



Figure 1 : Taux Euribor 3 mois

Nous pouvons remarquer que les déterminants classiques du spread examinés ci-dessus sont impactés de façon assez nette par le COVID-19. On peut donc s'attendre à ce que, à son tour, le spread le soit aussi.

3. Variables et données

L'objectif de ce mémoire consiste à étudier l'influence du coronavirus sur les écarts d'obligations souveraines et à observer si les résultats diffèrent en fonction du caractère populiste des états. Le marché a-t-il eu moins confiance dans les pays populistes pour gérer cette crise sanitaire ? Le populisme et le coronavirus sont-ils des sources supplémentaires de risque au côté des déterminants traditionnels ? Pour répondre à ces questions, nous avons commencé par collecter des données fiables concernant chacune de nos trois dimensions : le populisme, le coronavirus ainsi que les déterminants traditionnels du spread.

3.1. Les données

Notre modèle de spreads d'obligations souveraines s'écarte des modèles traditionnels proposés dans la littérature. En effet, à l'instar de Bernal & Gnabo (2012), notre modèle explique les écarts d'obligations souveraines par les variables suivantes : la dette publique, le déficit budgétaire, la balance courante, la croissance réelle du PIB et l'Euribor 3 mois. Mais en sus, nous ajoutons une information sur le populisme et l'occurrence de la crise sanitaire liée au COVID-19.

Le modèle a été estimé sur base de données mensuelles. Les variables disponibles à une fréquence plus basse ont été modifiées à l'aide de la méthode de l'interpolation linéaire. Les variables disponibles à une fréquence plus élevée ont été quant à elles prises en moyenne mensuelle.

Les données ont été collectées pour 14 pays européens : Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Pays-Bas, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Suède. Ces pays ont été choisis pour respecter une certaine parité entre pays du Nord, du Sud, de l'Est et de l'Ouest de l'Europe. L'ensemble de ces données couvre une période allant du 1^{er} janvier 2015 au 31 décembre 2020.

3.2. La variable dépendante

La variable dépendante est l'écart de rendement des obligations à 10 ans par rapport au Bund allemand à 10 ans, pour chaque pays étudié. Les données de rendement harmonisées sont

obtenues auprès d'Eurostat à la fréquence quotidienne. Les spreads sont mesurés en points de base.

3.3. Les variables explicatives

Conformément à la littérature (Edwards, 1984 ; Codogno et al., 2003 ; Alexopoulou et al. 2009), on retrouve dans un premier temps les déterminants classiques des écarts d'obligations souveraines. Ces déterminants peuvent être divisés en deux ensembles de variables : les variables relatives au risque de défaut de crédit ainsi que les variables internationales et de risque de liquidité. Les variables de défaut de crédit influencent la capacité d'un pays à rembourser sa dette. Les facteurs internationaux et de liquidité quant à eux saisissent les conditions des marchés internationaux.

Dans un deuxième temps, on voit apparaître deux nouvelles variables : une variable qui mesure le degré de populisme au sein d'un pays et une variable relative au COVID-19.

Le *tableau 1* résume les variables utilisées dans le modèle :

Variable	Définition	Signe attendu	Source
Y	10-year bond yield spread against Germany (basis points)	-	Eurostat
	Risque de défaut		
X₁	Déficit budgétaire (% PIB)	>0	ECB
X₂	Dette publique (% PIB)	>0	Eurostat
X₃	Croissance réelle du PIB (YoY%)	<0	Eurostat
X₄	Compte courant (% GDP)	<0	Eurostat
	Risque de liquidité		
X₅	Euribor 3m (basis points)	>0	ECB
	Populisme		
X₆	Indice de populisme (% votes)	<0	ParlGov
	Covid-19		
X₇	Décès liés au covid (nombre de décès)	<0	OMS

Tableau 1 : résumé des variables

3.3.1. Les variables de risque de défaut de crédit

La situation budgétaire d'un pays reflète sa crédibilité à rembourser ses créanciers, ce qui à son tour affecte la qualité perçue de sa dette et de ses rendements obligataires (Hauner et al., 2007). Pour en tenir compte, nous introduisons dans notre modèle le déficit budgétaire et la dette publique. Nous nous attendons à ce que l'impact du déficit sur les écarts soit positif. En effet, plus le déficit budgétaire augmente, plus les écarts devraient augmenter. Pour la dette publique, nous nous attendons également à un effet positif. Les données du déficit budgétaire et de la dette publique sont disponibles respectivement sur la BCE et Eurostat à la fréquence trimestrielle.

Le cycle économique est un autre facteur qui peut influencer la capacité d'un pays à rembourser sa dette, et donc les écarts obligataires (Gerlach et al., 2010). Le cycle économique est représenté par la croissance annuelle du PIB réel. Cette dernière sera donc intégrée à notre modèle. L'impact attendu de la croissance du PIB sur les écarts obligataires est négatif. Plus la croissance du PIB augmente, plus les écarts obligataires diminuent. Les données du PIB réel sont disponibles à la fréquence trimestrielle et sont obtenues auprès d'Eurostat.

La dernière variable de risque de défaut de crédit de notre modèle est le solde du compte courant. Cet élément permet de mesurer la position extérieure d'un pays. Si par exemple ce solde est positif, cela signifie que le pays est un exportateur net de capitaux. Il dépend donc moins des marchés financiers internationaux pour son financement. Si par contre ce solde est négatif, cela indique alors que le pays est un importateur net de capitaux et qu'il dépend des flux de capitaux entrants. Il dépend donc plus des conditions des marchés internationaux. Il se pourrait donc que le solde du compte courant puisse avoir une influence sur les écarts obligataires (Strahilov, 2006). L'impact attendu du solde du compte courant est négatif sur les écarts obligataires. Les données sont disponibles à une fréquence mensuelle sur Eurostat.

3.3.2. La variable de risque de liquidité

Les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire déterminent en partie les conditions de liquidité (Manganelli et Wolswijk, 2009). Dans un contexte de crise (ici la crise sanitaire du coronavirus), la situation du marché monétaire pourrait être un bon indicateur des tensions qui existent sur le milieu bancaire. Les conditions du marché monétaire de l'EMU sont évaluées à l'aide de l'Euribor 3 mois. Il s'agit du taux d'intérêt auquel une série de banques européennes

se prêtent des fonds libellés en euros et dont les emprunts ont une échéance de trois mois. Il s'agit également du principal différentiel de taux de refinancement de la Banque centrale européenne. Si les taux du marché monétaire augmentent par rapport aux taux directeurs de la BCE, cela signifie qu'il y a des tensions sur le marché monétaire. Dès lors, nous nous attendons à ce que la hausse des taux du marché monétaire provoque une hausse des spreads d'obligation d'état. Les données mensuelles ont été récoltées auprès de la BCE.

3.3.3. La variable de populisme

Pour intégrer la notion de populisme dans notre modèle, nous avons créé un indice de populisme qui correspond au pourcentage de voix obtenues par les partis populistes lors des élections nationales dans les différents pays européens choisis.

Dans un premier temps, nous avons commencé par constituer la liste des partis populistes présents dans les pays européens qui constituent notre échantillon. Pour ce faire, nous avons utilisé le site *The Populist*. La *PopuList* résulte d'une coopération entre universitaires et journalistes, initiée par *The Guardian* ; elle offre un aperçu des partis populistes (d'extrême droite, d'extrême gauche ou eurosceptiques) présents en Europe depuis 1989. Pour y figurer, ces partis doivent avoir remporté au moins 1 siège ou au moins 2% des voix aux élections législatives nationales. Cette liste définit les partis populistes comme ceux qui estiment que la société est divisée en deux groupes homogènes et opposés (le peuple pur contre les élites corrompues) et qui considèrent que la politique doit être l'expression de la volonté du peuple (MUDDE, 2004). La liste des pays populistes de l'échantillon se trouve à l'*annexe 1*.

Une fois cette liste dressée, nous avons récolté les résultats des partis populistes aux différentes élections nationales pour créer notre indice de populisme. L'ensemble des résultats ont été repris sur le site *ParlGov*, une base de données utilisée en sciences politiques. Elle contient des informations sur les partis, les élections et les cabinets de l'ensemble des pays de l'Union européenne et de la plupart des pays membres de l'OCDE.

Ayant à notre disposition la base de données et la liste des partis, nous avons totalisé les résultats électoraux de l'ensemble des partis populistes d'un même pays pour chaque élection nationale organisée à partir de 2011 (*annexe 2*). Bien que nous nous intéressions uniquement à la période 2015-2020, nous avons constaté que certains pays comme la Pologne avaient

justement organisé des élections au cours de l'année 2015. Dès lors, pour disposer des données du début de cette année-là, il a fallu parfois remonter jusqu'en 2011.

3.3.4. La variable COVID-19

Pour intégrer la notion de COVID-19 dans notre modèle, nous avons utilisé comme indicateur le nombre de décès liés au coronavirus. Ces chiffres nous permettent de savoir à partir de quel moment le virus s'est déclaré dans un pays et selon quelle intensité. Nous n'avons pas choisi de reprendre le nombre de nouvelles contaminations par jour, puisque nous savons qu'au début de la pandémie, certains pays ne disposaient pas d'une capacité de testing suffisante et ne se préoccupaient que des cas symptomatiques. Par ailleurs, nous n'ignorons pas que le nombre de décès ne représente pas un indicateur idéal, car tous les pays n'ont pas comptabilisé les décès de la même manière. Dans notre situation, il aurait sans doute été préférable de relever le nombre d'hospitalisations liées à la pandémie, mais cette donnée n'est malheureusement pas disponible pour tous les pays de notre échantillon. Les données concernant le nombre de décès liés au coronavirus ont été collectées sur le site de l'Organisation Mondiale de la Santé, en fréquence journalière.

Nous nous sommes par la suite servis du nombre de décès liés au coronavirus pour construire une variable dichotomique, qui permet de déterminer si l'on se trouve ou non en période de coronavirus. Cette variable prend tour à tour la valeur de 1 (si nous sommes en période de pandémie, à savoir entre mars et décembre 2020 pour la plupart des pays de notre échantillon) ou de 0 (dans le cas contraire).

4. Statistiques descriptives des variables

Pour faciliter l'analyse des statistiques descriptives, l'ensemble des pays de l'échantillon a été réparti en quatre régions géographiques telles que définies par l'ONU : l'Europe de l'Ouest (Autriche, Belgique, France et Pays-Bas), l'Europe de l'Est (République tchèque, Hongrie, Pologne et Slovaquie), l'Europe du Nord (Finlande, Irlande et Suède) et l'Europe du Sud (Grèce, Italie et Espagne).

4.1. Les spreads d'obligation souveraine

	Moyenne	Std. Dev.	Min	Max
SpreadEst	1.725799	1.104091	-0.06	3.55
SpreadNord	0.3910185	0.1796893	0.5	0.86
SpreadSud	2.672233	2.459546	0.66	11.88
SpreadOuest	0.3117014	0.1196637	0.07	0.77

Tableau 2 : statistiques descriptives spreads

Sur la période du 1^{er} janvier 2015 au 31 décembre 2020, on observe que les spreads d'obligation souveraine sont en moyenne plus élevés dans les pays d'Europe du Sud (2.67bp). Ils sont suivis des pays d'Europe de l'Est (1.73bp), d'Europe du Nord (0.39bp) et enfin d'Europe de l'Ouest (0.31bp). Au niveau du score maximal obtenu, on retrouve en première position les pays d'Europe du Sud (11.88bp), suivis des pays d'Europe de l'Est (3.55bp), d'Europe du Nord (0.86bp) et d'Europe de l'Ouest (0.77bp). On observe également une plus grande volatilité (mesurée par l'écart-type) dans les pays d'Europe du Sud (2.46bp) et dans ceux d'Europe de l'Est (1.10bp). Etonnement, au niveau des scores minimum, on retrouve en première position les pays d'Europe de l'Est (-0.06bp), suivis des pays d'Europe de l'Ouest (0.07bp).

4.2. Le populisme

	Moyenne	Std. Dev	Min	Max
PopulismeEst	0.5010872	0.1301499	0.2553	0.6834
PopulismeNord	0.1559088	0.0314847	0.0994	0.2453
PopulismeSud	0.3917241	0.1857982	0	0.6907
PopulismeOuest	0.1904083	0.0822921	0.0519	0.2970

Tableau 3 : statistiques descriptives populisme

Sur la période du 1^{er} janvier 2015 au 31 décembre 2020, on observe qu'en moyenne, les votes en faveur des partis populistes ont été plus nombreux en Europe de l'Est (50.11%), ensuite en Europe du Sud (39.17%), en Europe de l'Ouest (19.04%) et enfin en Europe du Nord (15.59%). Au niveau des scores électoraux maximum, on retrouve en première position les pays d'Europe du Sud (69.07%), suivis de près par les pays d'Europe de l'Est (68.34%). On retrouve ensuite les pays d'Europe de l'Ouest (29.70%) ainsi que les pays d'Europe du Nord (24.53%).

On remarque également qu'il y a davantage de volatilité dans les pays d'Europe du Sud (18.57%) et d'Europe de l'Est (13.01%), contrairement aux pays d'Europe de l'Ouest (8.22%) et d'Europe du Nord (3.14%).

4.3. Le COVID-19

	Moyenne	Std. Dev.	Min	Max
DécèsEst	538.3646	1854.832	0	11678
DécèsNord	172.7639	497.2725	0	2514
DécèsSud	1789.056	4334.206	0	18764
DécèsOuest	1054.958	3094.432	0	21063

Tableau 4 : statistiques descriptives COVID-19

Sur la période du 1^{er} janvier 2015 au 31 décembre 2020, on observe qu'en moyenne, ce sont les pays d'Europe du Sud qui ont enregistré le plus de décès par jour (1789 décès). Ils sont suivis des pays d'Europe de l'Ouest (1 054 décès), des pays d'Europe de l'Est (538 décès) et des pays d'Europe du Nord (172 décès). Le nombre de décès total maximal a été observé dans les pays d'Europe de l'Ouest (21 063 décès), suivis des pays d'Europe du Sud (18 764 décès), d'Europe de l'Est (11 678 décès) et d'Europe du Nord (2 514 décès). Il y a plus de volatilité dans les pays d'Europe du Sud (4 334 décès) et dans ceux d'Europe de l'Ouest (3 094 décès). Pour la valeur minimale, on retrouve évidemment le chiffre 0 dans toutes les régions. Cela correspond à la période où le COVID-19 n'était pas encore apparu.

4.4. Conclusion concernant les statistiques descriptives

On constate que, pendant la période du 1^{er} janvier 2015 au 31 décembre 2020, les spreads d'obligations souveraines ont été les plus élevés dans les pays d'Europe du Sud et d'Europe de l'Est. Ces deux régions sont également celles où le populisme est le plus présent en Europe. Cependant, lorsqu'on se penche sur les décès liés au COVID-19, l'Europe du Sud occupe la tête du classement, alors que l'Europe de l'Est ne se trouve qu'en troisième position après l'Europe de l'Ouest. ,

5. Evolution au cours du temps

5.1. Les spreads d'obligation d'état

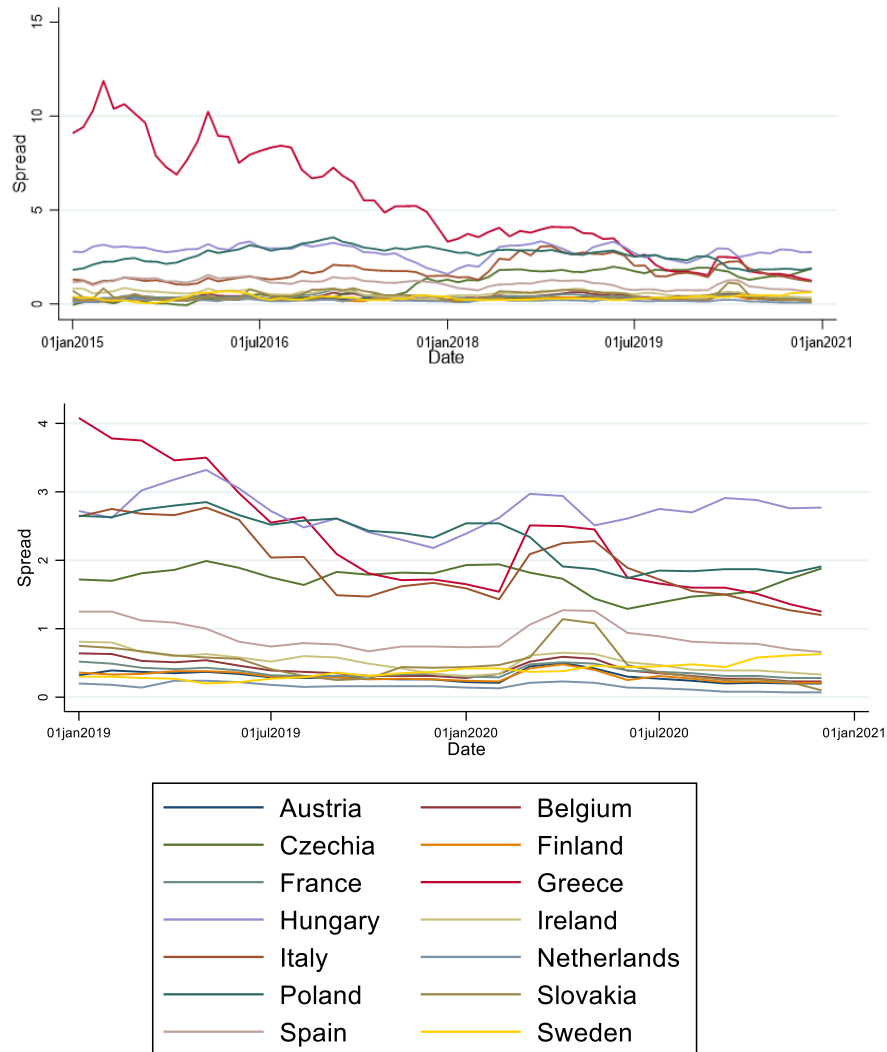


Figure 2 : spreads d'obligations souveraines (bp)

Le graphique du haut nous permet d'avoir une vue d'ensemble sur l'évolution des spreads d'obligations souveraines entre le 1^{er} janvier 2015 et le 31 décembre 2020, tandis que celui du bas se focalise sur la période COVID-19. On constate tout d'abord qu'un pays se caractérise par un spread d'obligations souveraines beaucoup plus élevé que les autres. Il s'agit sans grande surprise de la Grèce. Celle-ci est suivie par la Pologne et la Hongrie. Si l'on se penche à présent sur la période de la pandémie, on constate qu'il y a une tendance générale à la hausse des spreads, avec un pic observé aux alentours du mois d'avril. Parmi les pays étudiés,

on peut distinguer trois groupes. Un premier concerne les pays avec les spreads les plus élevés (Hongrie, Grèce, Pologne, Italie, République tchèque). Ce sont tous des pays d'Europe du Sud et de l'Est. Le deuxième groupe reprend les pays ayant les spreads les plus faibles : l'Autriche, la France, la Belgique, la Finlande, l'Irlande, la Suède et les Pays-Bas. Tous sont des pays de l'Ouest et du Nord de l'Europe. Entre ces deux groupes, on retrouve l'Espagne et la Slovaquie.

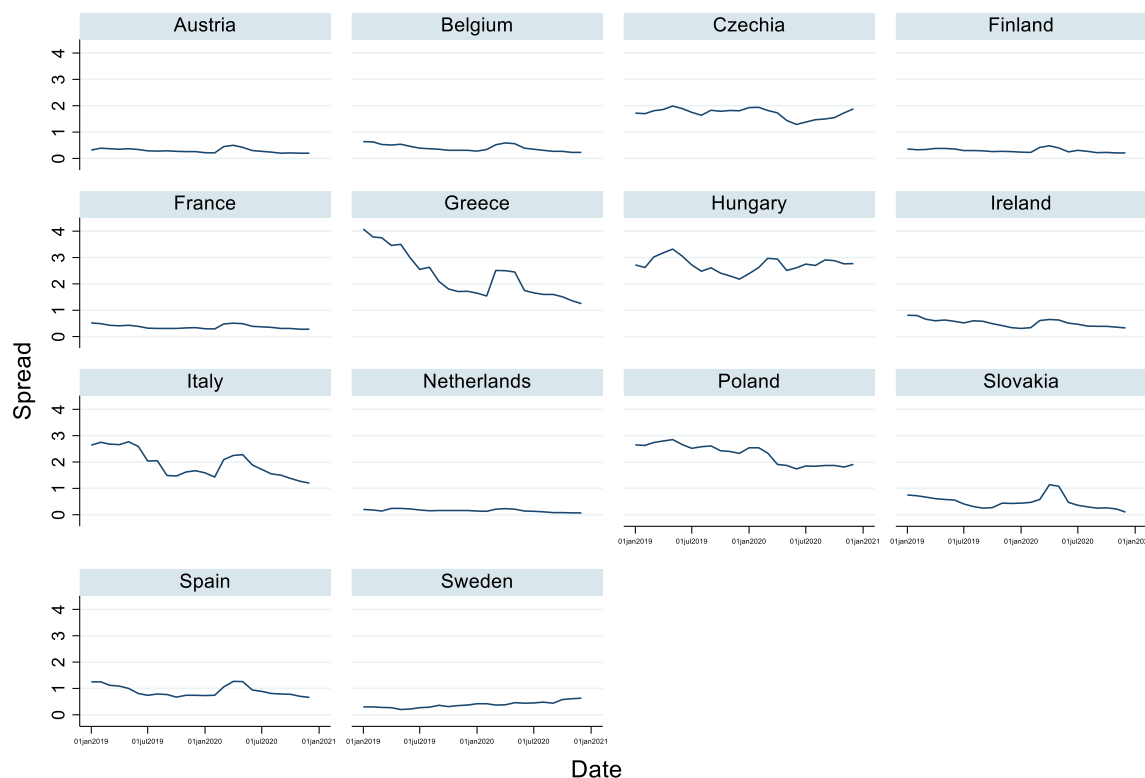


Figure 4 : spreads d'obligations souveraines par pays (bp)

Si l'on se penche à présent sur les résultats individuels enregistrés dans chaque pays, on remarque également quelques différences. Les spreads de la Suède et des Pays-Bas semblent n'avoir pratiquement pas été touchés par la crise du COVID-19 en mars 2020. Pour les autres pays, les spreads ont bien augmenté vers le mois de mars 2020, avec des intensités différentes selon les états, et ils ont ensuite diminué dans le courant du mois de mai.

5.2. Le populisme

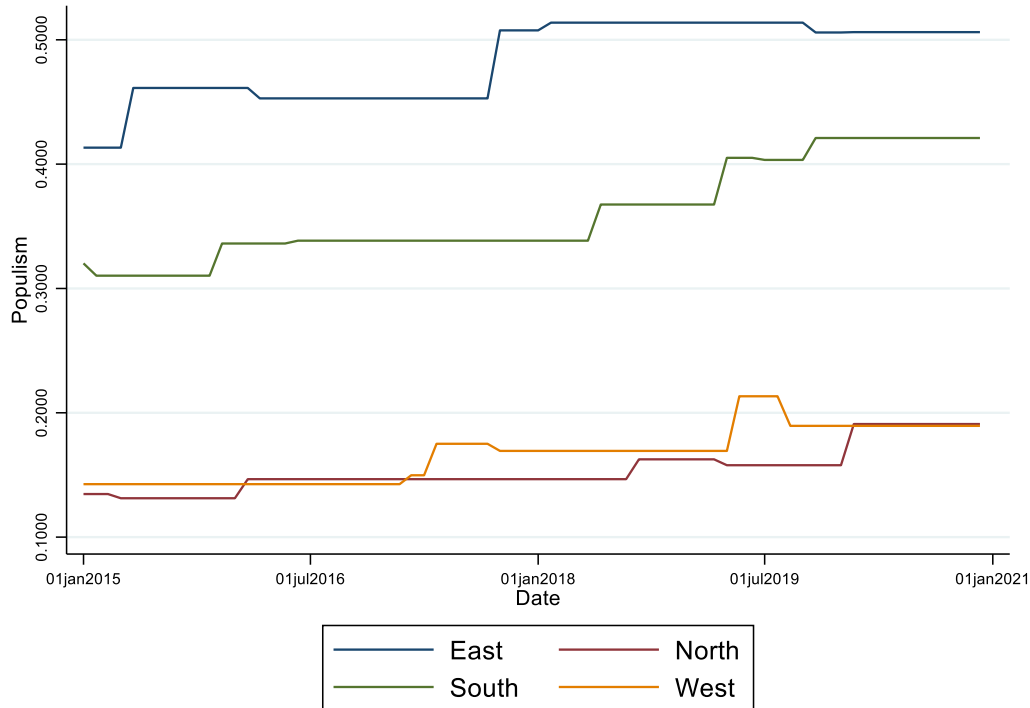


Figure 5 : populisme en Europe (%)

Par souci de clarté, nous avons à nouveau regroupé les pays de notre échantillon en fonction des quatre régions définies par l'ONU. Nous pouvons remarquer qu'entre le 1^{er} janvier 2015 et le 31 décembre 2020, le populisme a progressé à travers toute l'Europe. La région la plus touchée par le populisme s'avère être l'Europe de l'Est. Il y rassemble en effet plus de 50% des votes exprimés. On remarque également une progression du populisme dans les autres régions d'Europe, en particulier dans le Sud.

5.3. Le COVID-19

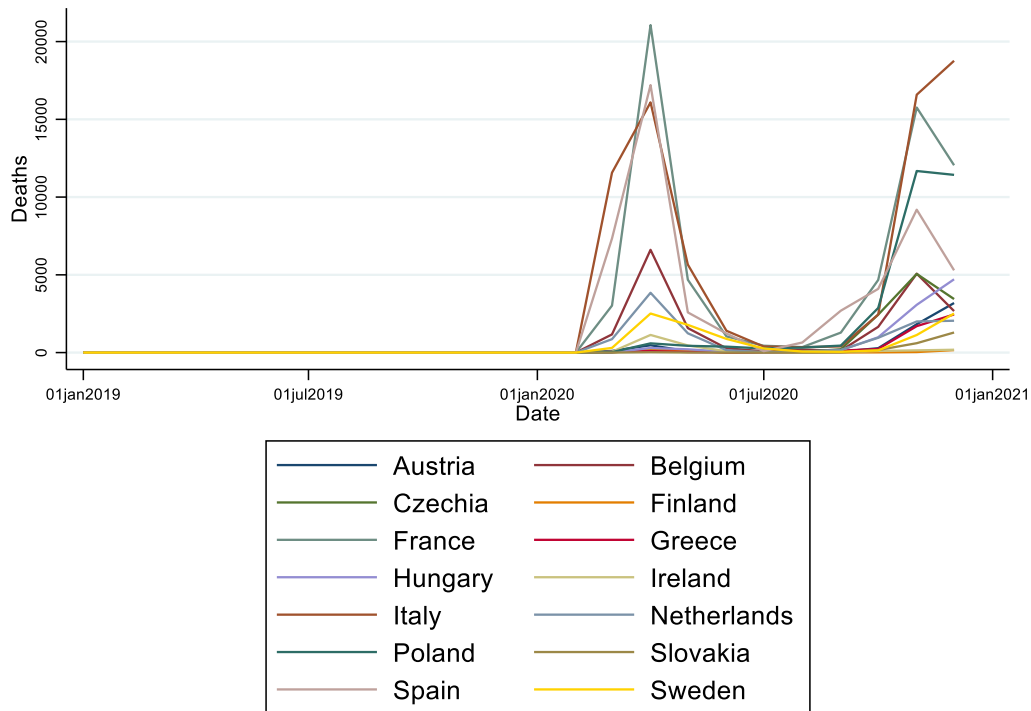


Figure 6 : décès liés au COVID-19

On observe un pic de décès liés au coronavirus dans presque tous les pays. Ce pic correspond à la première vague du COVID-19, qui s'est manifestée durant les mois de mars et d'avril 2020. On relève également la présence d'une deuxième vague de décès dans le courant des mois d'octobre et de novembre 2020.

Les cinq pays qui ont recensé le plus de morts lors de la première vague sont la France, l'Espagne, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas. En ce qui concerne la deuxième vague, il s'agit de l'Italie, la France, la Pologne, l'Espagne et la République tchèque. Si on remarque que la première vague était plutôt centrée sur les pays du Sud et de l'Ouest de l'Europe, on constate que ce sont principalement des pays du Sud et de l'Est de l'Europe qui sont concernés par la seconde vague de décès.

6. Régressions économétriques

6.1. Méthodologie

Dans le cadre de notre analyse, nous disposons de données de panel. Les données de panel, ou données longitudinales, sont un ensemble de données dans lequel le comportement d'entités est observé dans le temps. Elles sont représentatives d'une double dimension : elles varient en fonction du temps et des individus (Bourbonnais, 2018). Dans le cas qui nous occupe, nous sommes en présence de différents pays (ici considérés comme les individus) qui évoluent sur une période identique de six ans.

Nous allons dans un premier temps réaliser une régression à l'aide d'un modèle économétrique simple, le modèle MCO, qui sera adapté aux données de panel. Nous ajouterons ensuite à notre régression une interaction entre la variable populisme et COVID-19.

Par la suite, nous appliquerons un modèle à effets fixes. Les effets fixes sont utilisés lorsqu'on s'intéresse à l'analyse de l'impact d'éléments qui varient au cours du temps (Torres, 2007). Ils sondent la relation entre la variable dépendante et les variables explicatives au sein d'une entité, comme un pays par exemple. Chaque entité possède des caractéristiques individuelles invariantes dans le temps qui peuvent influencer ou non les variables indépendantes. Par exemple, la taille d'un pays, qui n'évolue pas au cours du temps, est une caractéristique individuelle qui pourrait influencer les variables indépendantes.

Par le recours aux effets fixes, on suppose que des caractéristiques individuelles inobservées, qu'il faut bien entendu contrôler, pourraient impacter ou biaiser la variable dépendante ou les variables indépendantes. C'est la raison d'être de l'hypothèse de corrélation entre le terme d'erreur de l'entité et les variables indépendantes. Les effets fixes tentent alors de régler ce problème en supprimant l'effet de ces caractéristiques invariantes dans le temps afin d'évaluer l'effet net des variables indépendantes sur la variable dépendante.

Une autre hypothèse importante du modèle à effet fixes est que les caractéristiques invariantes dans le temps sont spécifiques à l'individu et ne devraient pas être corrélées avec d'autres caractéristiques individuelles. Chaque entité étant différente, le terme d'erreur de l'entité et la constante (qui capture les caractéristiques individuelles) ne doivent pas être corrélés avec les autres. Si les termes d'erreur sont corrélés, alors le modèle à effets fixes n'est pas approprié et il faut modéliser cette relation en utilisant plutôt des effets aléatoires. Pour

choisir entre les effets fixes et aléatoires, nous avons réalisé un test de Hausman (voir *annexe 3*), dans lequel l'hypothèse nulle est la suivante : le modèle avec les effets aléatoires est préféré à l'alternative des effets fixes (Green, 2008). Ce test vérifie en fait si les erreurs sont corrélées avec les variables indépendantes. Dans notre cas, comme la p-valeur est égale à 0.000, l'hypothèse nulle est dès lors rejetée. Nous devons donc utiliser le modèle à effets fixes.

6.2. Modèle MCO

6.2.1. Première régression : sans variable d'interaction

Dans un premier temps, nous allons régresser notre équation à l'aide d'un modèle MCO robuste :

$$(1) \quad Spread_{i,t} = \alpha + \beta_1 X_{1,i,t} + \beta_2 X_{2,i,t} + \beta_3 X_{3,i,t} + \beta_4 X_{4,i,t} + \beta_5 X_{5,i,t} + \beta_6 X_{6,i,t} + \beta_7 D_{7,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- α est la constante
- β est le coefficient de l'impact de chaque variable sur les spreads d'obligations souveraines
- $X_{i,t}$ représente les différentes variables dans le pays i au temps t
- $D_{7,i,t}$ représente la variable dichotomique relative au COVID-19
- $\varepsilon_{i,t}$ correspond au terme d'erreur

Cette première régression (voir *tableau 5*) nous permet de déceler un impact positif et significatif à 5% du populisme et du coronavirus sur les spreads d'obligation souveraine. Ainsi, en moyenne, lorsque les votes populistes augmentent d'un point de pourcentage, les spreads d'obligations souveraines augmentent de 3.46 points de base au cours de la même période. Le fait d'être dans la période COVID-19 augmente en moyenne les spreads de 0.10 point de base.

Au niveau des déterminants traditionnels, la croissance réelle du PIB a un impact négatif et significatif à 5%. Lorsque la croissance réelle du PIB augmente d'une unité, le spread diminue de 1.73 point de base. La dette publique et le déficit budgétaire impactent de manière positive les spreads et sont significatifs à 10%. Cela signifie qu'en moyenne, lorsque la dette publique et le déficit budgétaire augmentent d'une unité, le spread augmente respectivement de 0.018 et 0.066 point de base. L'Euribor 3 mois et la balance courante sont quant à eux non significatifs.

6.2.2. Deuxième régression : intégration de la variable d'interaction

Nous allons à présent ajouter à notre modèle MCO une variable d'interaction afin de déceler d'éventuelles différences significatives selon le caractère populiste ou non d'un pays dans l'effet du COVID-19 sur les spreads d'obligations souveraines.

$$(2) \quad Spread_{i,t} = \alpha + \beta_1 X_{1,i,t} + \beta_2 X_{2,i,t} + \beta_3 X_{3,i,t} + \beta_4 X_{4,i,t} + \beta_5 X_{5,i,t} + \beta_6 X_{6,i,t} + \beta_7 D_{7,i,t} + \beta_8 X_{6,i,t} * D_{7,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- α est la constante
- β est le coefficient de l'impact de chaque variable sur les spreads d'obligations souveraines
- $X_{i,t}$ représente les différentes variables dans le pays i au temps t
- $D_{7,i,t}$ représente la variable dichotomique relative au COVID-19
- $X_{6,i,t} * D_{7,i,t}$ représente la variable d'interaction entre le populisme et le COVID-19
- $\varepsilon_{i,t}$ correspond au terme d'erreur

Cette deuxième régression (voir *tableau 5*) nous permet de déceler à nouveau un impact positif des variables relatives au populisme et au COVID-19. Ces variables sont respectivement significatives à 5% et 10%. Au niveau des déterminants classiques du spread, nous obtenons des résultats similaires à la première régression : la dette publique, le déficit budgétaire et la croissance réelle du PIB sont significatifs, contrairement à l'Euribor 3 mois et au compte courant.

En ce qui concerne l'interaction entre la variable COVID-19 et la variable populisme, elle n'est pas significative. Cela nous empêche donc de conclure une quelconque différence entre les pays populistes et non populistes dans l'effet du COVID-19 sur les spreads.

6.3. Modèles à effets fixes

6.3.1. Troisième régression : sans variable d'interaction

$$(3) \quad Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 X_{1,i,t} + \beta_2 X_{2,i,t} + \beta_3 X_{3,i,t} + \beta_4 X_{4,i,t} + \beta_5 X_{5,i,t} + \beta_6 X_{6,i,t} + \beta_7 D_{7,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- α est la constante

- α_i et α_t sont les constantes fixes. α_i représente tous les facteurs non inclus dans le modèle et qui sont spécifiques au pays i alors que α_t représente tous les facteurs non spécifiques au temps t
- β est le coefficient de l'impact de chaque variable sur les spreads d'obligations souveraines
- $X_{i,t}$ représente les différentes variables dans le pays i au temps t
- $D_{7,i,t}$ représente une variable dichotomique. Si $D = 1$, nous sommes en période de pandémie. Sinon, $D = 0$
- $\varepsilon_{i,t}$ correspond au terme d'erreur

Cette régression robuste à effets fixes (voir *tableau 5*) nous permet de déceler un impact positif et significatif à 5% du populisme sur les spreads d'obligation souveraine. En moyenne, lorsque les votes populistes augmentent d'un point de pourcentage, le spread augmente de 3.99 points de base. La variable du coronavirus a elle aussi un impact positif et est significative à 5%. Lorsque l'on se situe dans la période COVID-19, les spreads augmentent de 0.44 point de base.

Concernant les déterminants traditionnels des spreads, comme dans le modèle MCO, la dette publique, le déficit budgétaire et la croissance réelle du PIB sont significatifs à 5%, 10% et 1%. L'Euribor 3 mois et le compte courant sont à nouveau non significatifs.

6.3.2. Quatrième régression : intégration de la variable d'interaction

Nous ajoutons à nouveau à notre modèle à effets fixes robustes une variable d'interaction entre la variable COVID-19 et la variable populisme.

$$(4) \quad Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 X_{1,i,t} + \beta_2 X_{2,i,t} + \beta_3 X_{3,i,t} + \beta_4 X_{4,i,t} + \beta_5 X_{5,i,t} + \beta_6 X_{6,i,t} + \beta_7 D_{7,i,t} + \beta_7 D_{7,i,t} * X_{6,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- α est la constante
- α_i et α_t sont les constantes fixes. α_i représente tous les facteurs non inclus dans le modèle et qui sont spécifiques au pays i alors que α_t représente tous les facteurs non spécifiques au temps t

- β est le coefficient de l'impact de chaque variable sur les spreads d'obligations souveraines
- $X_{i,t}$ représente les différentes variables dans le pays i au temps t
- $D_{7,i,t}$ représente une variable dichotomique. Si $D = 1$, nous sommes en période de coronavirus. Sinon, $D = 0$
- $X_{6,i,t} * D_{7,i,t}$ représente la variable d'interaction entre le populisme et le COVID-19
- $\varepsilon_{i,t}$ correspond au terme d'erreur

Dans ce modèle robuste à effets fixes avec interactions (voir *tableau 5*) et comme dans tous nos modèles à présent, les variables relatives au COVID-19, au populisme, à la dette publique, au déficit budgétaire et à la croissance réelle du PIB sont significatives. Ce quatrième modèle confirme l'impact positif du populisme sur les écarts d'obligations souveraines : lorsque le populisme augmente d'un point de pourcentage, le spread augmente de 3.96 points de base. Même chose pour le COVID-19 : lorsque nous sommes dans en période de pandémie, le spread augmente de 0.44 point de base. L'Euribor 3 mois, le compte courant et l'interaction sont quant à eux non significatifs.

VARIABLES	(1) Modèle 1	(2) Modèle 2	(3) Modèle 3	(4) Modèle 4
Populism	3.464** (1.278)	3.536** (1.275)	3.992** (0.510)	3.967** (0.514)
Covidperiod	0.105** (0.411)	0.168* (0.393)	0.440** (0.120)	0.442** (0.120)
Interactions	/	-0.000 (0.000)	/	0.000 (0.000)
Euribor3m	0.999 (1.005)	0.969 (0.987)	1.552 (0.196)	1.557 (0.197)
PublicDebt	0.018* (0.010)	0.019* (0.010)	0.063*** (0.005)	0.063** (0.005)
FiscalDeficit	0.066* (0.072)	0.055* (0.076)	0.187* (0.019)	0.186* (0.020)
CurrentAccount	-0.019 (0.019)	-0.018 (0.018)	0.008 (0.005)	0.008 (0.005)
RealGDPGrowth	1.732** (0.771)	1.892** (0.751)	2.443*** (0.298)	2.425*** (0.301)
Constant	-1.040* (0.614)	-1.096* (0.610)	5.642*** (0.451)	5.684*** (0.462)
Observations	1,007	1,007	1,007	1,007
R-squared	0.437	0.441	0.293	0.294
Number of Country			14	14

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tableau 5 : tableau récapitulatif des résultats

Note : dans le tableau 5 sont rapportées les estimations par application des moindres carrés ordinaires (modèles 1 et 2), ainsi que par application des effets fixes (modèles 3 et 4). Les modèles 2 et 4 intègrent une variable d'interaction entre le populisme et la période COVID-19.

7. Conclusion

L'objectif de ce mémoire était de voir dans quelle mesure la pandémie du COVID-19 a pu influencer les spreads d'obligations souveraines et si cette influence a pu varier de façon significative en fonction du caractère populiste ou non des pays étudiés. Force est de constater que les résultats issus de l'application de différents modèles économétriques nous ont montrés que la variable d'interaction entre le COVID-19 et le populisme n'est pas significative. Par conséquent, on ne peut pas affirmer que l'effet du COVID-19 sur les spreads se trouve renforcé dans les pays soumis à l'autorité d'un gouvernement populiste. Cela pourrait s'expliquer par le fait que tous les pays européens ont été confrontés en même temps à un problème identique, méconnu de tous et dont l'ampleur était totalement inattendue. Tous les gouvernements ont alors mis leurs priorités politiques de côté pour se focaliser entièrement sur la gestion de la crise sanitaire. En ce qui concerne l'Europe, les pays ont souvent réagi de manière similaire, en désignant des comités d'experts scientifiques universitaires auxquels ils se sont régulièrement référés au moment de prendre les décisions délicates que nécessitait la lutte contre les effets néfastes du virus. De cette façon, les autorités des différents pays européens, populistes ou non, se sont partiellement dédouanées de la responsabilité de décisions difficiles à prendre, qui échappaient dans une grande mesure à leurs compétences. De plus, cette manière de procéder les a installées dans une position de bienveillance à l'égard de leurs populations.

On peut cependant noter des résultats intéressants. Au travers des modèles étudiés, on constate que la variable du populisme se révèle toujours positive et significative à 5%. En d'autres termes, le caractère populiste d'un pays se traduit par un impact réel sur les écarts d'obligations souveraines. Il semble donc que les marchés financiers accordent moins de confiance aux états soumis à ce type de gouvernance et cela se traduit par un spread plus élevé, que l'on se trouve ou non en situation de crise sanitaire.

On peut enfin évoquer les déterminants classiques du spread. Dans la littérature, on constate généralement que les chercheurs restent divisés à propos du rôle que peut jouer la croissance réelle du PIB dans la détermination de la valeur du spread. En ce qui nous concerne, nous avons pu clairement en observer un impact négatif et significatif. A l'inverse, il s'est avéré que l'Euribor 3 mois et le solde du compte courant ne se sont jamais révélés significatifs.

8. Limites de l'étude et ouvertures

Une première limite de notre étude est d'ordre géographique. Nous nous sommes contentés ici d'examiner les pays européens. Pourtant, la pandémie du COVID-19 et le phénomène de montée du populisme ne se limitent évidemment pas à l'Europe. D'autres régions du monde, parfois gouvernées par des dirigeants populistes, ont été impactées de manière significative par la crise sanitaire. On songe ici au Brésil, aux Etats-Unis ou à l'Inde par exemple. Il aurait sans doute été pertinent de réaliser cette étude avec un échantillon de pays plus large, en y incluant des états représentatifs de l'ensemble de la planète.

Certains éléments intrinsèques de l'étude peuvent également être discutés. Pour la construction de la variable COVID-19, nous avons utilisé le nombre de décès liés à la maladie. Cependant, cet indicateur n'est sans doute pas idéal car tous les pays n'ont pas recensé leurs décès de la même façon. Certains, comme la France, ne comptabilisaient pas les décès survenus dans les maisons de repos. C'est pourtant là qu'on a observé la majeure partie des décès lors de la première vague de l'épidémie. Une autre variable aurait donc sans doute dû être utilisée. Mais le nombre d'infections ne représentait pas non plus, selon nous, un bon paramètre. Au début de la pandémie en effet, la capacité de testing était insuffisante et seuls les cas symptomatiques étaient étudiés dans de nombreux pays. La meilleure variable à analyser aurait sans nul doute été le nombre journalier d'hospitalisations, mais ces données ne sont malheureusement pas disponibles pour tous les pays de notre échantillon. Une idée intéressante consisterait peut-être à construire une variable au départ de la surmortalité enregistrée au moment de la pandémie.

Pour la construction de la variable populisme, nous nous sommes basés sur la *Populist*. On remarque cependant qu'en fonction des sources consultées, la notion même de parti populiste varie. Cela signifie que la liste que nous avons établie peut s'avérer discutable.

9. Bibliographie

- Alexopoulou, I., Bunda, I. & Ferrando, A., (2010). Determinants of Government Bond Spreads in New EU Countries. *Eastern European Economics*, 48(5), 5-37.
- Assmann, C., & Boysen-Hogrefe, J. (2011). Determinants of government bond spreads in the euro area : in good times as in bad. *Empirica*, 39(3), 341-356. <https://doi.org/10.1007/s10663-011-9171-6>
- Attinasi, M-G., Checherita, C. & Nickel, C., (2009). What explains the surge in Euro Area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09? , ECB Working Paper, N° 1131.
- Badie, B. & Vidal, D., (2018). *Le retour des populismes : l'état du monde 2019*. La Découverte.
- Bernal, O. & Gnabo, J.-Y., (2012). Sovereign bond spreads : public debt, contingent liabilities and debt tolerance.
- Betz, H.-G. & Johnson, C., (2004). Against the current – stemming the tide : the nostalgic ideology of the contemporary radical populist right. *Journal of Political Ideologies* 9(3) : 311–327.
- Bobba, G. & Hubé, N., (2021). *Populism and the Politicization of the COVID-19 Crisis in Europe* (1st ed. 2021 éd.). Palgrave Macmillan.
- Bourbonnais, R., (2018). *Econométrie : cours complets, nombreux exemples, applications corrigées sous Excel, Eviews, Gretl ou Stata* (10e édition). Paris : Dunod.
- C dans l'air, (2019, 20 mars). Soirée spéciale : Europe : la tentation populiste 19.03.2019 [Vidéo]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=XfYNCKyqmPQ>
- Cevik, S. & Öztürkkal, B., (2020). Contagion of Fear. *IMF Working Papers*, 20(263). <https://doi.org/10.5089/9781513561578.001>
- Codogno, L., Favero, C. & Missale, A., (2003). Yield spreads on EMU government bonds. *Economic Policy*, 18(37), 503-532. https://doi.org/10.1111/1468-0327.00114_1
- Dallison, T., (2021). Populisme et euroscepticisme en Europe : des constats aux propositions. Cercle Orion. <https://cercleorion.com/blog-du-cercle/2021/2/8/populisme-et-euroscepticisme-en-europe-des-constats-aux-propositions>
- Damgé, M., (2018). Qu'est-ce que le « spread », scruté par les marchés et que l'Italie voit augmenter ? Le Monde.fr. <https://www.lemonde.fr/les->

[decoisseurs/article/2018/05/31/finances-qu-est-ce-que-le-spread_5307482_4355770.html#:~:text=Le%20spread%20est%20un%20bon,%2C%20fonds%20d%27investissement%E2%80%A6\)](https://www.ledeco.decoisseurs/article/2018/05/31/finances-qu-est-ce-que-le-spread_5307482_4355770.html#:~:text=Le%20spread%20est%20un%20bon,%2C%20fonds%20d%27investissement%E2%80%A6)

- Dartois, G., (2020). Impact des inégalités économiques et de l'inclusion financière sur le populisme.
- De Grauwe, P., Ji, Y., (2014, 20 mai). Disappearing Government Bond Spreads in the Eurozone – Back to Normal ? *CEPS, No. 396*.
- Dubet, F., (2019). Le temps des passions tristes (Coédition Seuil-La République des idées) (French Edition). Seuil.
- Edwards, S., (1984). "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: an Empirical Investigation, 1976-80", *American Economic Review*, Vol, 74, N, 4, 726-34,
- Euribor 3 mois. (2021, 19 mai). euribor-rates.eu. <https://www.euribor-rates.eu/fr/taux-euribor-actuels/2/euribor-taux-3-mois/>
- European Central Bank. (2021, 6 mai). Statistics. <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- Gerlach, S., Schulz, A. & Wolff, G.B., (2010). Banking and sovereign risk in the euro area, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper 09/2010*
- Hrytsiuk, N. & Sak, T. (2021). Impact of the COVID-19 pandemic on the global economy. Published. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/165-6>
- Impact économique du coronavirus | SPF Economie. (2021). SPF Economie. [https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/coronavirus/impact-economique-du#:~:text=Pour%20sa%20part%2C%20la%20Commission,euro%20\(%2D6%2C8%20%25\)](https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/coronavirus/impact-economique-du#:~:text=Pour%20sa%20part%2C%20la%20Commission,euro%20(%2D6%2C8%20%25))
- Irwin, T., (2015). Defining the Government's Debt and Deficit. *IMF Working Papers*, 15(238), 1. <https://doi.org/10.5089/9781513547503.001>
- Jamin, J., (2019). Le populisme aux Etats-Unis : un regard pour l'Europe. Centre d'action laïque.
- Koukouritakis, M. & Michelis, L., (2008). The term structure of interest rates in the 12 newest EU countries. *Applied Economics*, 40(4), 479-490. <https://doi.org/10.1080/00036840600690249>
- Kumar, M. S., Jonáš, J. & Hauner, D., (2007). Policy Credibility and Sovereign Credit : The Case of New EU Member States. *IMF Working Papers*, 07(1), 1. <https://doi.org/10.5089/9781451865653.001>

- Kurska, J., (2017). Communiquer contre la peur. L'expérience de la fondation Geremek. *Hermès*, n° 77 (1), 93. <https://doi.org/10.3917/herm.077.0093>
- Labeyrie, I., (2020, 2 novembre). Covid-19 : face à la « deuxième vague », l'Europe en panne de coordination. Franceinfo. https://www.francetvinfo.fr/replay-radio/le-monde-est-a-nous/covid-19-face-a-la-deuxieme-vague-l-europe-en-panne-de-coordination_4142249.html
- Manganelli, S. & Wolswijk, G., (2009). What drives spreads in the euro area government bond market ? *Economic Policy*, 24(58), 191-240. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2009.00220.x>
- Mudde, C., Kaltwasser, R.C., Dauvergne, B. & Camus, J., (2018). Brève introduction au populisme (French Edition). De l'Aube.
- Olivier, A. (2021a, mars 22). La croissance dans l'Union européenne. Touteurope.eu. <https://www.touteurope.eu/economie-et-social/la-croissance-en-europe/>
- Olivier, A. (2021b, avril 1). La dette publique des Etats de l'Union européenne. Touteurope.eu. <https://www.touteurope.eu/economie-et-social/la-dette-publique-des-etats-de-l-union-europeenne/>
- Pandémie de coronavirus COVID-19 : la réaction de l'UE. (2021, 6 mai). European Council. <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/coronavirus/#:%7E:text=Depuis%20le%20d%C3%A9but%20de%20la,la%20fourniture%20de%20mat%C3%A9riel%20m%C3%A9dical>
- Populism and Covid-19 in Europe : What we learned from the first wave of the pandemic. (2021, 20 avril). EUROPP. <https://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2021/04/20/populism-and-covid-19-in-europe-what-we-learned-from-the-first-wave-of-the-pandemic/>
- Populismes européens : un retour du refoulé ? - Les mardis des Bernardins. (2019, 27 mars). ARTE. <https://www.arte.tv/fr/videos/081327-116-A/populismes-europeens-un-retour-du-refoule/>
- Remola, E., Scatigna, M., Wu, E (2007). Interpreting sovereign spreads. *BIS Quarterly Review*
- Silvapulle, P., Fenech, J.P., Thomas, A. & Brooks, R. (2016). Determinants of sovereign bond yield spreads and contagion in the peripheral EU countries. *Economic Modelling*, 58, 83-92. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.015>

- Soirée spéciale : Europe : la tentation populiste 19.03.2019. (2019, 20 mars). [Vidéo]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=XfYNCKyqmPQ>
- Strahilov, K., (2006). "The determinants of country risk in Eastern European countries. Evidence from sovereign bond spreads", Bruges European Economic Research Papers No. 8.
- Torres-Reyna, O., (2007). Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata. Princeton University
- WHO Coronavirus (COVID-19) Dashboard. (2021). World Health Organization. <https://covid19.who.int/>
- William, H.G., (2008). Econometric analysis, 6th ed., Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall
- Wooldridge, J., (2018). Introduction à l'économétrie : une approche moderne (6e édition). De Boeck supérieur
- World Government Bonds - Current Spreads. (2021). World Government Bonds. <http://www.worldgovernmentbonds.com/spread-historical-data/>
- Zacharie, A. & Giraud, G., (2019). Mondialisation et national-populisme. Le Bord de l'eau.

10. Annexes

Annexe 1 : Liste des partis populistes présents dans les pays étudiés

Autriche	Freedom Party of Austria (FPO)	Alliance for the Future of Austria (BZO)	Hans-Peter Martin's List (Martin)	Team Stronach (TS)				
Belgique	Flemish Interest (FI)	National Front (FN)	List Dedecker Libertarian, Direct, Democratic (LD LDD)	People's Party (Pp)				
Espagne	In Common We Can (ECP)	Podemos (P)	Voice (Vox)	In Tide (EM)				
Finlande	Finns Party True Finns (SP P)	New alternative Blue Reform (UV SIN)						
France	Republic Arise France Arise (DLR DLF)	National Front / Rally (FN/RN)	France Unbowed (FI)					
Grèce	Greek Solution (EL)	European Realistic Disobedience Front [MeRa25] (MR25)	Syriza – The Coalition of the Radical Left (SYRIZA)	Independent Greeks (ANEL)	Democratic Social Movement (DIKKI)	Popular Orthodox Rally (LAOS)	Political Spring (POLAN)	Synaspismos – The Coalition of the Left (SYN)

Hongrie	Fidesz – Hungarian Civic Alliance (Fi-MPSz)	Jobbik, the Movement for a Better Hungary (Jobbik)	Fidesz – Hungarian Civic Party / Christian Democratic People’s Party (Fi+KDNP)	Hungarian Justice and Life Party (MIÉP)	Our Homeland Movement (MHM)			
Irlande	Sinn Féin (SF)							
Italie	Forza Italia – The People of Freedom (FIPdL) Sinn Féin (SF)	Brothers of Italy – National Centre-right (FdI-CN)	(Northern) League (LN)	Five Star Movement (M5S)	Southern Action League (LAM)	Venetian League (LV)		
Pays-Bas	Forum for Democracy (FvD)	Party for Freedom (PVV)	Socialist Party (SP)	Centre Democrats (CD)	Livable Netherlands (LN)	Fortuyn List (LPF)		
Pologne	Kukiz’15 (K)	Law and Justice (PiS)	League of Polish Families (LPR)	Party X (X)	Self-Defense of the Republic Poland (SRP)			
République tchèque	Action of Dissatisfied Citizens (ANO)	Freedom and Direct Democracy – Tomio Okamura (SPD)	Rally for the Republic – Republican Party of Czechoslovakia (SPR-RSC)	Sovereignty – Jana Bobosikova Bloc (S-JB)	Dawn of Direct Democracy (UPD)	Public affairs (VV)		

Slovaquie	Ordinary People and Independent Personalities (OlaNO)	Slovak National Party (SNS)	We are family (SR)	Direction – Social Democracy (Smer)	Alliance of the New Citizen (ANO)	Real Slovak National Party (PSNS)	Party of Civic Understanding (SOP)	Association of Workers of Slovakia (ZRS)
Suède	Sweden Democrats (SD)	New Democracy (NyD)						

Annexe 2 : Résultats des votes des partis populistes

Autriche	2013	2017	2019		
	29.7%	26%	16.2%		
Belgique	2014	2019			
	5.19%	13.06%			
Finlande	2011	2015	2019		
	19.1%	17.7%	18.5%		
France	2012	2017			
	13.6%	25.4%			
Grèce	2012bis	2015	2015bis	2019	
	35.98%	42.12%	39.15%	38.67%	
Irlande	2011	2016	2020		
	9.94%	13.85%	24.53%		
Italie	2013	2018			
	53.94%	69.07%			
Espagne	2011	2015	2016	2019	2019bis
	0%	17.99%	18.36%	24.58%	27.94%
Pays-Bas	2012	2017			
	19.73%	24%			
République- Tchèque	2013	2017			
	25.53%	40.28%			
Pologne	2011	2015	2019		
	29.89%	46.39%	43.59%		
Hongrie	2014	2018			
	65.09%	68.34%			
Slovaquie	2012	2016	2020		
	58.73%	54.58%	54.71%		
Suède	2014	2018			
	12.84%	17.53%			

Annexe 3 : Test de Hausman

---- Coefficients ----

	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
fe re		Difference	S.E.	
Populism	3.991945	4.209964	-.2180191	.137223
Euribor3m	1.55171	1.129673	.4220374	.
covidperiod	-.4397543	-.5375154	.0977611	.
PublicDebt	-.0627468	-.0182525	-.0444943	.0033559
FiscalDefi~t	-.1867773	-.1373026	-.0494747	.
CurrentAcc~t	.0076409	.0054076	.0022333	.
RealGDPGro~h	2.443023	2.804001	-.3609779	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 177.88$$

$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0000$$

(V_b-V_B is not positive definite)

Annexe 4 : Première régression : modèle MCO sans interaction

Number of obs = 1,007
F(7, 13) = 18.85
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.4371
Root MSE = 1.203

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in Country)

Spread	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
Populism	3.463602	1.277762	2.71	0.018	.7031656	6.224039
Euribor3m	.9994284	1.005114	0.99	0.338	-1.171988	3.170845
covidperiod	.1047992	.4106699	0.26	0.043	-.7823992	.9919977
PublicDebt	.0182194	.0098782	1.84	0.088	-.0031212	.0395599
FiscalDeficit	.0657759	.0716489	0.92	0.075	-.0890121	.220564
CurrentAccount	-.0190269	.0188591	-1.01	0.331	-.0597694	.0217157
RealGDPGrowth	-1.732204	.7712366	-2.25	0.043	-.066049	-3.39836
_cons	-1.039512	.6138668	-1.69	0.114	-2.36569	.2866671

Annexe 5 : Deuxième régression : modèle MCO avec interaction

Number of obs = 1,007
F(8, 13) = 12.55
Prob > F = 0.0001
R-squared = 0.4410
Root MSE = 1.1994

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in Country)

Spread	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
Populism	3.536127	1.274636	2.77	0.016	.7824435	6.289811
Euribor3m	.9686784	.9869128	0.98	0.344	-1.163417	3.100774
covidperiod	.1676996	.3934583	0.43	0.077	-.6823154	1.017715
Interactions	-.0001353	.0000666	-2.03	0.263	-.0002791	8.54e-06
PublicDebt	.0186014	.0098597	1.89	0.072	-.0026991	.0399019
FiscalDeficit	.054893	.0759238	0.72	0.082	-.1091305	.2189164
CurrentAccount	-.0182828	.0183329	-1.00	0.337	-.0578887	.0213231
RealGDPGrowth	-1.891507	.751224	-2.52	0.026	-.2685865	-3.514428
_cons	-1.096291	.6097787	-1.80	0.095	-2.413638	.2210554

Annexe 6 : Troisième régression : modèle à effets fixes

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 1,007
 Group variable: Country Number of groups = 14

R-sq: Obs per group:
 within = 0.2935 min = 71
 between = 0.2295 avg = 71.9
 overall = 0.1258 max = 72

F(7,13) = 66.53
 corr(u_i, Xb) = -0.9215 Prob > F = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in Country)

Spread	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
Populism	3.991945	1.677681	2.38	0.033	.3675348	7.616355
covidperiod	.4397543	.5627942	0.78	0.049	.355597	.7760887
Euribor3m	1.55171	1.033793	1.50	0.157	-.681664	3.785084
PublicDebt	.0627468	.0469154	1.34	0.004	.0381015	.0646078
FiscalDeficit	.1867773	.1695578	1.10	0.091	.1530847	.27953
CurrentAccount	.0076409	.0110227	0.69	0.500	-.0161722	.031454
RealGDPGrowth	-2.443023	.2984624	8.19	0.000	-1.798235	-3.087812
_cons	5.642164	3.839942	1.47	0.166	-2.653526	13.93785

sigma_u 3.5576456
 sigma_e .69405235
 rho .96333624 (fraction of variance due to u_i)

Annexe 7 : Quatrième régression : modèle à effets fixes avec interaction

Fixed-effects (within) regression Number of obs = 1,007
 Group variable: Country Number of groups = 14

R-sq: Obs per group:
 within = 0.2936 min = 71
 between = 0.2312 avg = 71.9
 overall = 0.1271 max = 72

F(8,13) = 68.65
 corr(u_i, Xb) = -0.9224 Prob > F = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in Country)

Spread	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
Populism	3.966942	1.649141	2.41	0.032	.4041893	7.529694
covidperiod	.4424651	.5681212	0.78	0.050	-1.669816	.7848862
Euribor3m	1.556972	1.048822	1.48	0.162	-.7088697	3.822814
PublicDebt	.0631509	.0479653	1.32	0.011	.0467737	.1604718
FiscalDeficit	.1857553	.166932	1.11	0.086	-.5463898	.1948793
CurrentAccount	.0077057	.0111522	0.69	0.502	-.0163872	.0317987
RealGDPGrowth	-2.425127	.2958823	-8.20	0.001	-1.785913	-3.064342
Interactions	.0000125	.0000378	0.33	0.746	-.0000692	.0000942
_cons	5.683587	3.950665	1.44	0.174	-2.851307	14.21848

sigma_u 3.5727592
 sigma_e .69434656
 rho .96360481 (fraction of variance due to u_i)