

COVID-19 - Effets du Coronavirus sur le Marché des CDS souverains européens

COVID-19 - Effects of Coronavirus on the European Sovereign CDS Market

Oumayma Nadir (Docteure)

*Laboratoire de L'Économie et Management des Organisations- LEMO
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc*

Driss Daoui (Enseignant-chercheur, PES)

*Laboratoire de L'Économie et Management des Organisations- LEMO
Faculté d'économie et de gestion
Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc.*

- Adresse de correspondance :** Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales
Université Ibn Tofail
Maroc (Kénitra)
B.P 242-Kénitra
- Déclaration de divulgation :** Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.
- Conflit d'intérêts :** Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts
- Citer cet article :** Nadir, O., & Daoui, D. (2020). COVID-19 - Effets du Coronavirus sur le Marché des CDS souverains européens. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 1(2), 166-176. <https://doi.org/10.5281/zenodo.4021395>

DOI: 10.5281/zenodo.4021395

Published online: 15 September 2020

Copyright © 2020 – IJAFAME



COVID-19 - Effets du Coronavirus sur le Marché des CDS souverains européens

Résumé :

Alors que la maladie du coronavirus (COVID-19) se répand dans le monde entier, la peur et l'incertitude augmentent, ce qui fait rouler les marchés financiers et pousse l'économie mondiale vers la récession. À cet égard les gouvernements s'attaquent à cette pandémie avec un mélange de politiques sanitaires, macroprudentielles, fiscales, monétaires ou de marché. Dans cet article nous évaluons l'impact de la pandémie en Europe sur les CDS souverains en utilisant une méthodologie d'étude des événements. Nous constatons qu'un nombre plus élevé de cas et de décès et de réponses de santé publique en matière d'endiguement augmentent considérablement l'incertitude des investisseurs dans les obligations d'État européennes. Autres les politiques gouvernementales amplifient l'effet à court terme, car les chaînes d'approvisionnement sont perturbées.

Mots-clés- CDS, Risque de crédit, le Marché des CDS souverains, COVID-19, Crise pandémique.

Classification JEL : G01, G15, G12, G23

Type de l'article : Recherche appliquée

Abstract :

As coronavirus disease (COVID-19) spreads around the world, fear and uncertainty increase, driving financial markets and pushing the global economy into recession. Governments are addressing this pandemic with a mix of health, macroprudential, fiscal, monetary and market policies. In this article we assess the impact of the pandemic in Europe on sovereign CDSs using an event-study methodology. We find that a higher number of cases and deaths and public health containment responses significantly increase investor uncertainty in European government bonds. Other government policies amplify the short-term effect as supply chains are disrupted.

Keywords—CDS, Credit risk, Sovereign CDS market, COVID-19, Pandemic crisis.

Jel Classifications : G01, G15, G12, G23.

Paper type : Empirical research

1. Introduction

La pandémie du nouveau coronavirus, c'est-à-dire le SARS-CoV-2, provoque un choc dans l'économie mondiale, déclenchant un arrêt économique soudain sans précédent. Cette fois-ci, la situation est vraiment différente pour au moins deux raisons. Premièrement, son impact macroéconomique est plus important que tous les épisodes catastrophiques survenus au cours des quarante dernières années (Ludvigson et al., 2020), car les mesures de confinement prises pour freiner la propagation du virus ont mis l'économie mondiale dans une impasse synchronisée. Deuxièmement, les réponses économiques des gouvernements du monde entier reposent sur un ensemble de stratégies et de mesures politiques, y compris, mais sans s'y limiter, des mesures de santé publique, fiscales, macroprudentielles, monétaires ou de marché, dans une approche "quoi qu'il en coûte" pour sauver les entreprises et les emplois¹. Les marchés ont réagi à la pandémie et à la frénésie politique par de fortes baisses, et l'incertitude des investisseurs est montée en flèche pour atteindre les niveaux observés pour la dernière fois pendant la crise financière mondiale de 2007-2009, tels que mesurés par l'indice de volatilité (VIX) ou l'indice EMV (Equity Market Volatility) de Baker et al.

Nous cherchons à quantifier l'impact de la pandémie sur les spreads des CDS souverains européens, et les mesures politiques prises par les gouvernements dans une étude d'événement. Aucune des publications antérieures à notre connaissance ne traite de l'impact de la pandémie sur le risque des obligations souveraines. Nous constatons qu'un nombre accru de cas et de décès ainsi que les mesures d'endiguement adoptées par la suite augmentent considérablement l'incertitude chez les investisseurs en obligations d'État européennes. De plus, les politiques monétaires adoptées en réponse au risque lié à la pandémie ont tendance à augmenter l'effet négatif à court terme, car les pays subissent des pertes importantes en raison des perturbations de leurs chaînes d'approvisionnement. Enfin, nous examinons le rôle de l'économie mondiale intégrée et interconnectée en tant que canal de propagation du risque.

2. Data

2.1 Échantillon

Nous suivons Borri (2019) et utilisons les spreads européens quotidiens des CDS (Credit Default Swap) souverains à 5 ans libellés en EUR, qui sont les contrats les plus négociés et les plus liquides sur le marché des CDS. Bien que les écarts de rendement des obligations et l'écart sur un contrat de CDS souverain puissent être considérés comme des indicateurs du risque de défaillance d'un pays, l'utilisation des données sur les CDS souverains permet d'obtenir des estimations plus précises des écarts de crédit et des rendements en raison de la plus grande liquidité du marché des CDS souverains (Longstaff et al., 2011). En outre, les écarts de rendement des obligations peuvent refléter d'autres facteurs qui ne sont pas liés au risque de défaillance (Jorion et Zhang, 2007). De plus, comme le soulignent Blanco et al. (2005), les écarts de CDS ont l'avantage de révéler l'information plus rapidement que les écarts obligataires ou les notations de crédit. La source de nos données est Thomson Reuters DataStream, et nous considérons tous les pays européens pour lesquels nous disposons d'informations pour calculer les indicateurs décrits dans les sections suivantes.

¹ "Il n'y a pas de limites à notre engagement envers l'euro" (Christine Lagarde, présidente de la BCE - <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>) et "La Réserve fédérale s'engage à utiliser toute sa gamme d'outils" (Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale - <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>). Voir le tracker politique du FMI qui résume les principales réponses économiques que les gouvernements prennent pour limiter l'impact humain et économique de la pandémie COVID-19 - <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

2.2 Dates des événements

Nous considérons le 9 mars 2020 comme la date principale de l'événement pour tous les pays européens. Ce jour-là, un blocage général a été imposé en Italie et beaucoup ont réalisé que la pandémie était sur l'Europe (Ettmeier et al., 2020). En outre, nous étendons l'analyse en examinant plusieurs autres dates liées à l'intensité de la pandémie, comme le jour précis où le nombre de cas a atteint 100, où le taux de croissance a atteint 30 cas par jour ou le taux de mortalité a dépassé 10, et une série de dates plus liées à la rigueur des mesures de confinement, comme les restrictions de la circulation interne et la fermeture générale des lieux de travail. Ainsi, nous entreprenons une évaluation complète sur la manière dont la perception des investisseurs en obligations d'État européennes a changé étant donné l'intensité de la maladie et les mesures de confinement nationales spécifiques à chaque pays.

3. Méthodologie

3.1 Calcul des changements Anormaux (Abnormal change computation)²

Afin de quantifier l'impact du risque de pandémie sur les spreads des CDS souverains, nous appliquons la technique de l'étude d'événement (voir MacKinlay, 1997 pour plus de détails). Pour calculer le changement attendu, nous utilisons le modèle de marché avec l'équation suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Où R_{it} est le changement de logarithme de l'écart de CDS du pays i au temps t , α_i est le terme constant, β_i est la pente, R_{mt} est le changement de logarithme du portefeuille du marché au temps t , et ε_{it} est un terme d'erreur iid. L'indice de marché utilisé pour calculer la performance anormale et les bêtas pour tous les événements est l'indice CDS à 5 ans de DataStream Europe Sovereign. La variation anormale (AC) pour chaque pays i et le temps t est déterminée sur la base de l'équation (1) comme suit :

$$AC_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

Une valeur positive d'une variation anormale signifie que la variation réelle des spreads de CDS est supérieure à celle prévue, c'est-à-dire que les investisseurs ont réagi de manière négative après l'événement et l'ont jugé dommageable, alors qu'une variation anormale négative implique une réduction du coût de la protection contre les défauts.

Pour étudier l'effet global sur des fenêtres d'événements et des périodes spécifiques, nous calculons, à la suite de MacKinlay (1997), la variation anormale moyenne cumulée (CAAC) donnée par :

$$CAAC [t_1 ; t_2] = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAC_t \quad (3)$$

Où : $CAAC [t_1 ; t_2]$ est le changement anormal moyen cumulé pour la fenêtre d'événement $[t_1 ; t_2]$, et AAC_t est le changement anormal moyen au temps t (voir Brown et Warner, 1985 pour plus de détails). L'étude de l'événement est réalisée sur une fenêtre d'estimation de 250 jours de bourse, soit $[-260 ; -11]$, où $T=0$ est le jour de l'événement. Nous considérons une période de 10 jours avant l'événement pour réduire le risque de contamination.

Afin de mesurer la performance anormale, nous considérons une fenêtre d'événement de 3 jours pour étudier l'effet à court terme, similaire à celle d'Ismailescu et Kazemi (2010), et des fenêtres d'événement plus longues pour évaluer l'impact sur des périodes plus longues. Ainsi, nous considérons quatre séries de fenêtres d'événements : $[0 ; 0]$, $[-1 ; 1]$, $[-5 ; 5]$, et $[0 ; 30]$.

3.2 Tests de signification

Pour tester la signification statistique des CAAC, nous utilisons deux tests paramétriques et deux tests non paramétriques. Les tests paramétriques sont le test de Patell ajusté des résidus

² Dans le présent article, nous employons le terme "changement" pour désigner la variation des écarts de CDS de t à $t+1$. Ce terme est analogue au "rendement" des prix des actions.

standardisés proposé par Patell (1976) et modifié par Kolari et Pynnönen (2010) pour tenir compte de la dépendance transversale dans les données, et le test BMP introduit par Boehmer et al. (1991) corrigé des changements de volatilité induits par les événements. Les tests non paramétriques sont le test du signe généralisé selon Cowan (1992) qui est robuste en présence de changements biaisés et est bien spécifié lorsque les changements anormaux transversaux ne sont pas symétriques, et le test GRANK proposé par Kolari et Pynnönen (2011) qui est robuste à la corrélation sérielle des changements anormaux et à la volatilité induite par les événements. Tous les tests ont l'hypothèse nulle que la CAAC est égale à zéro, alors que l'hypothèse alternative spécifie que la CAAC est différente de zéro.

3.3 Déterminants des changements anormaux cumulés

Afin d'étudier si les politiques nationales adoptées par les gouvernements en réponse au risque induit par la pandémie atténuent ou amplifient l'effet négatif à court terme, nous effectuons une régression des erreurs standard corrigées par panel (PCSE)³, avec comme variable dépendante la variation anormale cumulée (CAC) du jour 0 au jour 30 :

$$CAC_i [t_1;t_2] = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Mesures politiques}_{it} + \beta_2 \times \text{Facteurs nationaux}_{it} + \beta_3 \times \text{Factor global}_t + \beta_4 \times \text{Facteur européen}_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Où $CAC_i [t_1;t_2]$ représente le changement anormal cumulé du pays i pendant la fenêtre de l'événement ($[0 ; 30]$), β_0 est l'interception, Mesures politiques c'est un vecteur des mesures politiques prises par les gouvernements pour maintenir le bien-être public en réponse au risque sanitaire posé par la pandémie, Facteurs nationaux c'est un vecteur des variables spécifiques au pays, y compris le ratio dette/PIB (Cepni et al, 2017), le rendement des marchés boursiers nationaux et le taux de change par rapport à l'USD (Chen et Chen, 2018), le facteur global est l'indice de volatilité (VIX) au temps t pour contrôler l'incertitude globale du marché des actions, le facteur européen t est l'écart entre l'Euribor à 3 mois et le taux Eonia comme une approximation du risque de crédit et de la liquidité du marché en Europe (Galariotis et al., 2016), et ε_{it} est un terme d'erreur correspondant au pays i au jour t .

Pour les mesures politiques, nous utilisons la base de données du Comité européen du risque systémique (CERS) pour construire un indice d'intervention basé sur la date d'adoption de mesures spécifiques, fiscale avec pertinence pour la stabilité financière, macroprudentielles, micro prudentiel, basé sur le marché, mesures monétaires et autres. L'indice prend la valeur minimale de 0 si aucune politique n'est adoptée et une valeur maximale de 6 si toutes les politiques sont adoptées et variable dans le temps. En outre, nous utilisons l'indice de rigueur des réponses des gouvernements calculé par Hale et al. (2020), qui rend compte la variation des politiques d'endiguement et de fermeture. Il varie de 0 à 100, des valeurs plus élevées étant associées à des mesures plus strictes. Une description complète des variables se trouve dans le tableau A1 de l'annexe. Nous utilisons le changement anormal cumulé et non le changement anormal parce qu'une réponse politique prise au moment t sera déjà incorporée dans le changement anormal au moment $t+1$, et nous étudions donc l'effet cumulé.

4. Preuves empiriques

4.1 Performance anormale des spreads des CDS : 9 mars 2020

Le tableau 1 présente les résultats estimés de la variation anormale moyenne cumulative des écarts de CDS pour les quatre intervalles pour lesquels nous évaluons la performance anormale, à savoir $[0 ; 0]$, $[-1 ; 1]$, $[-5 ; 5]$ et $[0 ; 30]$, en considérant l'échantillon complet (pays européens) et deux sous-ensembles de pays de l'Union européenne (UE) et de membres de la zone euro (ZE). Lorsque l'Italie a imposé les mesures générales de verrouillage ($[0 ; 0]$ fenêtre), les

³ Nous utilisons la technique PCSE parce que le nombre de périodes (31 jours) est supérieur au nombre d'individus (22 pays). Selon cette spécification, les estimations des erreurs-types sont robustes aux perturbations hétéroscédastiques, corrélées transversalement et autocorrélées de type AR(1).

marchés européens ont réagi négativement, ce qui a entraîné une augmentation de la CAAC de 503,85 points de base, ce qui est statistiquement significatif selon les tests paramétriques, en tenant compte de la corrélation croisée et des changements de volatilité induits par les événements. L'effet ne diffère pas entre les pays de l'UE et de l'EEE⁴, avec la même tendance dans les deux cas, bien qu'avec une ampleur moindre. Pour des fenêtres d'événements plus longues, l'effet est encore plus prononcé, les quatre tests montrant une signification statistique. Dans l'ensemble, les investisseurs en obligations souveraines ont donc pris conscience du risque de défaillance auquel ils sont confrontés le jour où l'Italie a été mise en quarantaine.

Tableau 1. Réaction du marché aux mesures générales du confinement imposées en Italie

| Fenêtre de l'événement | CDS CAACs 9 mars 2020 | | | |
|---|-----------------------|----------|----------|----------|
| | [0; 0] | [-1; 1] | [-5; 5] | [0; 30] |
| Europe (26) | 503.85 | 2149.31 | 4159.07 | 4901.43 |
| Union européenne (22) | 456.98 | 2051.69 | 4071.69 | 4800.72 |
| Zone euro (14) | 443.04 | 2645.15 | 5584.05 | 5300.95 |
| Tests de signification: Europe | | | | |
| Adjusted-Patell test | 5.08*** | 12.80*** | 14.10*** | 23.28*** |
| BMP test | 2.29** | 4.26*** | 4.78*** | 6.30*** |
| Generalized sign test | -0.71 | 2.10** | 2.90*** | 3.68*** |
| GRANK test | 0.84 | 3.11*** | 3.42*** | 3.97*** |
| Tests de signification: Union Européenne | | | | |
| Adjusted-Patell test | 4.52*** | 10.60*** | 13.21*** | 21.05*** |
| BMP test | 1.88* | 3.83*** | 4.28*** | 5.48*** |
| Generalized sign test | -0.97 | 1.65* | 2.52** | 3.39*** |
| GRANK test | 0.45 | 2.58 | 2.94*** | 3.73*** |
| Tests de signification: Zone euro | | | | |
| Adjusted-Patell test | 4.18*** | 12.35*** | 16.03*** | 21.07*** |
| BMP test | 1.40 | 3.69*** | 4.59*** | 4.47*** |
| Generalized sign test | -1.03 | 1.66* | 2.74** | 2.74** |
| GRANK test | 0.09 | 2.71*** | 3.28*** | 3.31*** |

Source : *Auteurs*

Ce tableau montre les variations anormales moyennes cumulées (CAAC) des écarts de CDS des pays pour les pays européens, l'Union européenne et les sous-échantillons de la zone euro, en tenant compte des fenêtres d'événements suivantes : [0 ; 0], [-1 ; 1], [-5 ; 5], et [0 ; 30]. L'événement se réfère au 9 mars 2020. La fenêtre d'estimation est de 250 jours et le modèle utilisé pour calculer le changement attendu est le modèle de marché décrit dans Eq. (2). Le tableau présente également les statistiques des tests utilisés pour évaluer la signification des CAAC décrits à la section 3.2. *, ** et *** indiquent la signification statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. Le nombre de pays est indiqué entre parenthèses.

⁴ L'espace économique européen (EEE) est une union économique rassemblant 30 États européens : les 27 États membres de l'Union européenne (UE) et trois des quatre États membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE).

4.2 Déterminants des performances anormales

Outre l'événement en tant que tel, nous nous intéressons à la question de savoir si d'autres facteurs, notamment les mesures politiques adoptées en réponse à la pandémie, telles que les mesures fiscales, micro prudentielles, macroprudentielles, basées sur le marché, monétaires ou autres, affectent la performance anormale des spreads des CDS souverains.

Les données empiriques du tableau 3 révèlent que toutes les mesures politiques augmentent de manière significative la performance anormale des spreads des CDS (modèles (1)-(6)). En comparant les mesures de politique économique, nous constatons que les mesures représentant les mesures budgétaires pertinentes pour la stabilité financière et la mesure de politique monétaire ont l'impact le plus important sur la performance anormale des spreads de CDS. Une explication possible est liée au fait que les mesures budgétaires créent des risques budgétaires importants qui auront un impact direct sur les finances publiques en termes de déficits budgétaires et de dette plus élevés. En outre, les mesures de politique monétaire adoptées s'ajoutent aux mesures de relance monétaire mises en place lors de la crise financière mondiale de 2008, et peuvent donc être jugées excessives par les investisseurs.

Les mêmes conclusions découlent de l'indice d'intervention (modèle (8)) qui est construit sur la base de tous les types d'interventions politiques ayant une orientation monétaire, comme discuté dans la section 3.3. En outre, nous incluons comme régresseur l'indice de rigueur (modèle (9)) de Hale et al. (2020) qui est dérivé des mesures de distanciation sociale introduites pour contenir la propagation du virus (c'est-à-dire les interventions non pharmaceutiques). L'effet positif et statistiquement significatif se maintient dans ce cas également. L'effet des interventions politiques sur l'évolution anormale cumulative de la propagation des CDS est également significatif sur le plan économique. Une augmentation d'un écart-type de l'indice d'intervention entraîne une augmentation de 13,29 % de la CAC des CDS par rapport à la moyenne de l'échantillon, tandis qu'en termes d'élasticité, une augmentation de 1 % de l'indice d'intervention entraîne une augmentation de 43,57 % de la CAC des CDS par rapport à la moyenne de l'échantillon. En ce qui concerne l'indice Stringency, la semi-élasticité est de 1,07 % et l'élasticité de 82,41 %. Ainsi, les interventions monétaires et non pharmaceutiques ont tendance à exacerber l'effet sur la performance anormale des spreads de CDS souverains européens à court terme, car du fait de ces mesures, les pays subissent des perturbations importantes de leur demande et de leurs chaînes d'approvisionnement, ce qui entraîne une forte baisse de l'activité économique réelle. En résumé, si ces mesures ont pu avoir des effets partiellement utiles sur les pays traités, dans l'ensemble, les investisseurs ont pris peur et/ou ont estimé qu'elles mettaient encore plus en péril la solvabilité du souverain.

En ce qui concerne les autres variables de contrôle, une augmentation du ratio dette/PIB renforce considérablement la variation anormale cumulée des spreads de CDS (CAC plus positifs), ce qui indique que les investisseurs s'inquiètent des pays trop endettés et donc ayant une capacité limitée à intervenir et à fournir des stimuli fiscaux et des mesures budgétaires d'urgence aux entreprises et aux ménages.

Tableau 2. Déterminants des écarts des CDS - variation anormale cumulée (CAC).

| Dependent: CAC | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Fiscalité | 0.160*** (0.025) | | | | | | 0.099*** (0.021) | | |
| Macroprudentiel | | 0.078*** (0.026) | | | | | -0.024 (0.026) | | |
| Microprudentiel | | | 0.132*** (0.020) | | | | 0.059*** (0.020) | | |
| Marché | | | | 0.150*** (0.042) | | | 0.075** (0.038) | | |
| Politique Monétaire | | | | | 0.184*** (0.026) | | 0.109*** (0.026) | | |
| Autres mesures | | | | | | 0.138*** (0.024) | 0.021 (0.021) | | |
| Intervention index | | | | | | | | 0.049*** (0.007) | |
| Stringency index | | | | | | | | | 0.004*** (0.001) |
| Dettes/PIB | 0.003*** (0.000) | 0.003*** (0.000) | 0.003*** (0.000) | 0.002*** (0.000) | 0.003*** (0.000) | 0.003*** (0.000) | 0.002*** (0.000) | 0.002*** (0.000) | 0.002*** (0.000) |
| Rendement de l'indice des actions | 0.003 (0.002) | 0.004 (0.003) | 0.002 (0.002) | 0.003 (0.003) | 0.004 (0.003) | 0.004 (0.003) | 0.002 (0.002) | 0.002 (0.002) | 0.002 (0.002) |
| Taux de change | 0.010 (0.006) | 0.010 (0.008) | 0.010 (0.007) | 0.007 (0.008) | 0.008 (0.008) | 0.008 (0.008) | 0.009 (0.006) | 0.010 (0.006) | 0.007 (0.006) |
| Indice de volatilité VIX | 0.000 (0.001) | 0.000 (0.001) | -0.000 (0.001) |
| Euribor-Eonia | -0.521 (0.362) | -0.638 (0.479) | -0.597 (0.397) | -0.690 (0.452) | -0.656 (0.452) | -0.622 (0.445) | -0.516* (0.311) | -0.513 (0.326) | -0.596* (0.340) |
| Constante | - 0.270*** | - 0.135*** | - 0.187*** | - 0.099*** | - 0.108*** | - 0.217*** | - 0.248*** | - 0.241*** | - 0.373*** |
| Nombre de pays | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| Observations | 682 | 682 | 682 | 682 | 682 | 682 | 682 | 682 | 587 |
| R-squared | 0.742 | 0.745 | 0.740 | 0.737 | 0.742 | 0.741 | 0.745 | 0.742 | 0.738 |
| Country FE | Yes |

Source : Auteurs

Le tableau présente les résultats empiriques concernant les déterminants des écarts des CDS - variation anormale cumulative - en utilisant la technique d'estimation présentée dans l'équation (4). Les coefficients sont rééchelonnés en les divisant par 10 000. La description des variables se trouve dans le tableau A1 des annexes. Les erreurs types corrigées par panel sont indiquées entre parenthèses. *, ** et *** indiquent une signification statistique au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement.

5. Conclusion

La pandémie a répandu l'incertitude économique et a paralysé l'économie mondiale de manière synchronisée. Les gouvernements du monde entier s'attaquent à la pandémie par un ensemble de stratégies et de mesures politiques, notamment, mais pas exclusivement, dans les domaines de la santé, de la fiscalité, de la macro prudence, de la monnaie ou du marché. Dans cet article, nous évaluons l'impact sur les spreads des CDS souverains européens de l'arrivée de la pandémie en Europe et les réponses des investisseurs aux mesures générales de confinement imposées pour freiner la propagation du virus en utilisant une méthodologie d'étude d'événement.

Nous constatons que l'augmentation du nombre de cas et de décès et les interventions non pharmaceutiques augmentent considérablement l'incertitude des investisseurs dans les obligations d'État européennes, ce qui entraîne une hausse des écarts des CDS.

En outre, nous cherchons à savoir si les politiques monétaires adoptées par les gouvernements européens atténuent ou augmentent l'effet négatif, et nous constatons qu'à court terme, la combinaison des politiques a tendance à amplifier l'effet, car les pays subissent des pertes importantes en raison des perturbations de la chaîne d'approvisionnement.

Au début de la pandémie, les mesures de confinement ont tendance à être excessives et à ralentir l'activité économique qui repose sur les interactions sociales par le biais des canaux de l'offre et de la demande. Ainsi, à mesure que les mesures gouvernementales deviennent plus strictes, les investisseurs pénalisent ces pays en exigeant des primes plus élevées pour investir dans les obligations émises par ces souverains européens.

Références

- (1). Aldasoro, I., Fender, I., Hardy, B., Tarashev, N., 2020. Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment. BIS Bulletin No. 12.
- (2). Baker, S., Bloom, N., Davis, S.J., Kost, K.J., Sammon, M.C., Viratyosin, T., 2020. The Unprecedented Stock Market Impact of COVID-19. NBER Working Paper No. 26945.
- (3). Beck, T., Wagner, W., 2020. National Containment Policies and International Cooperation. Covid Economics Vetted and Real-Time Papers 8, 22 April.
- (4). Billio, M., Getmansky, M., Lo, A.W., Pelizzon, L., 2012. Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors. *Journal of Financial Economics* 104, 535–559.
- (5). Blanco, R., Brennan, S., Marsh, I.W., 2005. An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps. *The Journal of Finance* 60, 2255–2281.
- (6). Boehmer, E., Musumeci, J., Poulsen, A.B., 1991. Event-Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance. *Journal of Financial Economics* 30(2), 253–272.
- (7). Borri, N., 2019. Redenomination-Risk Spillovers in the Eurozone. *Economics Letters* 174, 173–178.
- (8). Brown, S.J., Warner, J.B., 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3–31.
- (9). Cepni, O., Kucuksarac, D., Yilmaz, M.H., 2017. The Sensitivity of Credit Default Swap Premium to Global Risk Factor: Evidence from Emerging Markets. *Economics Letters* 159, 74–77.
- (10). Chen, H.-Y., Chen, S.-S., 2018. Quality of Government Institutions and Spreads on Sovereign Credit Default Swaps. *Journal of International Money and Finance* 87, 82–95.
- (11). Correia, S., Luck, S., Verner, E., 2020. Pandemics Depress the Economy Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3561560
- (12). Cowan, A.R., 1992. Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2(4), 343–358.
- (13). Eichenbaum, M. S., Rebelo, S., Trabandt, M., 2020. The Macroeconomics of Epidemics. NBER Working Paper No. 26882.
- (14). Ettmeier, S., Kim, C.H., Kriwoluzky, A., 2020. Economic Policy and Financial Market Expectations during COVID-19. Available at: <https://voxeu.org/article/covid-19-economicpolicy-and-market-expectations>. Galariotis, E.C., Makrichoriti, P., Spyrou, S., 2016. Sovereign CDS Spread Determinants and Spill-Over Effects during Financial Crisis: A Panel VAR Approach. *Journal of Financial Stability* 26, 62–77.

- (15). Hale, T., Angrist, N., Kira, B., Petherick, A., Phillips, T., Webster, S., 2020. Variation in Government Responses to COVID-19. Blavatnik School of Government Working Paper BSG-WP-2020/032.
- (16). Ibikunle, G., Rzaev, K., 2020. Volatility, Dark Trading and Market Quality: Evidence from the 2020 COVID-19 Pandemic-Driven Market Volatility. Covid Economics Vetted and RealTime Papers 13, 4 May.
- (17). Ismailescu, I., Kazemi, H., 2010. The Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spreads to Sovereign Credit Rating Changes. Journal of Banking & Finance, International Financial Integration 34, 2861–2873.
- (18). Jorion, P., Zhang, G., 2007. Good and Bad Credit Contagion: Evidence from Credit Default Swaps. Journal of Financial Economics 84, 860–883.
- (19). Kolari, J.W., Pynnönen, S., 2010. Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns. Review of Financial Studies 23, 3996–4025.

ANNEXE

Table A1. Description of variables

| Variable name | Description | Source |
|---------------------------------|--|------------------------------|
| CDS change | Log-change Log des spreads CDS des pays | DataStream |
| AC | Changement anormal des spreads de CDS des pays | DataStream |
| AAC | Variation anormale moyenne des spreads de CDS des pays | DataStream |
| CAC | Les variations anormales cumulées des CDS des pays s'étalent sur la fenêtre de l'événement | DataStream |
| CAAC | Moyenne cumulée des variations anormales des écarts de CDS des pays sur la fenêtre de l'événement | DataStream |
| Fiscalité | Mesures fiscales ayant une incidence sur la stabilité financière. Elles comprennent les moratoires publics, les allègements fiscaux, les garanties de crédit de l'État, le report du paiement des impôts, les prêts bonifiés, etc. | European Systemic Risk Board |
| Mesures Macroprudentiels | Mesures macroprudentielles. Elles comprennent un tampon pour le risque systémique, un tampon OSII, un tampon contracyclique pour les fonds propres, des mesures basées sur l'emprunteur, etc. | European Systemic Risk Board |
| Mesures Microprudentiels | Mesures microprudentielles. Elles comprennent la facilité d'utilisation de la mémoire tampon, les exigences de déclaration, la politique de distribution des dividendes, la politique de provisionnement spécial, etc. | European Systemic Risk Board |
| Marché | Mesures fondées sur le marché. Elles comprennent l'interdiction de la vente à | European Systemic Risk Board |

| | | |
|---|---|------------------------------|
| | découvert, des exigences de déclaration, des annonces ou des déclarations publiques, etc. | |
| Politique monétaire | Mesures de politique monétaire. Elles comprennent la modification des taux d'intérêt, la liquidité du marché, les facilités de crédit, les lignes de swap, le programme d'achat d'actifs, etc. | European Systemic Risk Board |
| Autres mesures | Autres mesures. Il s'agit notamment de mesures concernant le secteur de la santé, le secteur du tourisme, les moratoires privés, etc. | European Systemic Risk Board |
| Intervention index | La somme des mesures budgétaires, macroprudentielles, microprudentielles, fondées sur le marché, monétaires et autres. L'indice prend des valeurs de 0 à 6, les valeurs plus élevées étant associées à une intervention renforcée tc | European Systemic Risk Board |
| Stringency index | Indice construit sur la base des mesures de réponse politique suivantes : (i) fermeture des écoles ; (ii) fermeture des lieux de travail ; (iii) annulation des événements publics ; (iv) fermeture des transports publics ; (v) campagnes d'information du public ; (vi) restrictions des déplacements internes ; et (vii) contrôle des déplacements internationaux. L'indice prend des valeurs de 0 à 100, les valeurs plus élevées étant associées à des mesures plus strictes | Hale et al. (2020) |
| DataStream Europe Sovereign 5-year CDS index | Changement de registre de l'indice CDS 5 ans de DataStream Europe Sovereign | Own computation, DataStream |
| Dettes/PIB | Ratio de la dette publique brute sur le PIB | DataStream |
| Rendement de l'indice des actions | Log-retour des indices boursiers nationaux | DataStream |
| Taux de change | Variation du taux de change du pays représenté en unités de la monnaie nationale par unité de dollar américain | DataStream |
| Euribor-Eonia | Première différence de l'écart entre le taux Euribor 3 mois et le taux Eonia | DataStream |
| Indice de volatilité (VIX) | Première différence de la volatilité implicite de l'indice S&P 500 mesurée par le Chicago Board Options Exchange | DataStream |