



## CAHIERS DE RECHERCHE DU CREGO

*Axe FARGO*

**Gestion de portefeuille et politique : existe-t-il  
une prime partisane sur le marché français ?**

-

***Portfolio management and politics : is there a  
presidential premium on the French market ?***

Gérard Charreaux (\*)

Professeur émérite

Université de Bourgogne et Franche-Comté

(IAE Dijon, CREGO EA7317)

[gerard.charreaux@u-bourgogne.fr](mailto:gerard.charreaux@u-bourgogne.fr)

- Date de publication : février 2017
- N° du cahier : 1170201
- Classification JEL : E440, G110, G120, G150.

(\*) L'auteur remercie Fabrice Hervé et Kirsten Burkhardt pour leurs commentaires sur une version préliminaire de ce texte.

# **Gestion de portefeuille et politique : existe-t-il une prime partisane sur le marché français ?**

Gérard Charreaux

- **Résumé :**

Aux États-Unis, les performances boursières semblent significativement plus élevées lorsque les Démocrates sont au pouvoir. Bien que les tests soient plus rares, il semble qu'une telle prime partisane existe également en France sous la Gauche. L'objectif de cet article est de vérifier si l'existence d'une telle prime se confirme sur la période 1981-2016, en particulier, lorsqu'on recourt à une méthode permettant de neutraliser l'incidence de la conjoncture internationale. Le point de vue considéré est alors celui d'un investisseur américain qui gère un portefeuille diversifié internationalement. Les résultats confirment l'existence d'une prime partisane en faveur de la Gauche.

- **Mots-clés :** gestion de portefeuille, prime partisane, politique.

## **Portfolio management and politics : is there a presidential premium on the French market ?**

- **Abstract :**

In the United States, stock market performance seems to be significantly higher when the President is a Democrat. Although tests are rarer, it seems that such a presidential premium also exists in France under the Left. The objective of this article is to verify whether the existence of such a premium is confirmed over the period 1981-2016, especially, when the method used allows neutralizing the impact of the international conjuncture. The point of view is that of a US investor who manages an internationally diversified portfolio. The results confirm the existence of a presidential premium in favor of the Left.

- **Keywords :** portfolio management, presidential premium, politics, French financial market.

En période préélectorale, la question d'un éventuel lien entre la performance boursière et la couleur politique du président peut préoccuper les gestionnaires de portefeuille. Le préjugé habituel est que, la Droite étant, en principe, plus favorable aux entreprises et à la finance, les valorisations boursières devraient être plus élevées lors des périodes où elle détient le pouvoir. Autrement dit, si ce préjugé était avéré, en cas de succès éventuel de la Droite lors de la prochaine échéance présidentielle française, le gestionnaire d'un portefeuille diversifié internationalement aurait tout intérêt à y renforcer le poids des valeurs françaises.

La question d'un éventuel lien entre la bourse et la politique a été traitée relativement fréquemment aux États-Unis sur différentes périodes. Huang (1985) est l'un des premiers à mettre en évidence, sur la période 1929-1980, que la rentabilité annuelle moyenne obtenue sous les Démocrates est supérieure de plus de 9%<sup>1</sup> (14,1% contre 4,9%). Plus récemment, et dans une étude particulièrement approfondie sur le plan financier, portant sur la période 1927-1998, Santa-Clara et Valkanov (2003) confirment l'existence d'une performance supérieure obtenue pendant les mandats présidentiels démocrates. Sur une base annuelle, la rentabilité différentielle<sup>2</sup> entre le taux de rentabilité du marché et le taux des bons du Trésor, pour les grandes capitalisations, est de l'ordre de 11% sous les Démocrates contre 2% sous les Républicains. En outre, ils montrent que cette différence très significative est encore plus importante pour les petites capitalisations boursières et qu'elle ne peut s'expliquer par un différentiel de risque, ce dernier apparaissant plus important sous les Républicains. Toutes les études ne concluent pas, cependant, à une prime significative en faveur des Démocrates. Ainsi, Białkowski et al. (2007), dans une étude portant sur 24 pays de l'OCDE, sur la période 1980-2005, identifient une rentabilité sensiblement supérieure pour les Démocrates de 13,95% contre 6,26% pour les Républicains, qui cependant n'est pas statistiquement significative. Précisons que les indices utilisés ne sont pas identiques et que les périodes étudiées diffèrent. Par ailleurs, quand Santa-Clara et Valkanov considèrent les excès de rentabilité par rapport au taux des bons du Trésor à 3 mois (c'est-à-dire les taux de rentabilité ajustés), Białkowski et al. retiennent apparemment des rentabilités moyennes non ajustées<sup>3</sup>. Au total, il semble cependant que la présomption d'une rentabilité plus élevée sous les Démocrates soit assez robuste, les écarts constatés allant approximativement de 7,5% à 9%, selon les périodes.

Qu'en est-il pour la France, qui nous intéresse plus directement ? L'existence d'une rentabilité plus élevée pour les Démocrates se constate-t-elle également lors des périodes gérées par la Gauche ? Une première réponse peut être apportée par les résultats de l'étude de Białkowski et al. qui porte sur la période 1980-2005. Cette étude ne permet de conclure à une différence significative entre Droite et Gauche que pour cinq pays, dont la France<sup>4</sup> : la rentabilité annuelle moyenne sous la Gauche y est de 13,45% contre 1,55% sous la Droite, soit un écart substantiel de près de 12%. Il

---

<sup>1</sup> Cette différence est statistiquement significative au seuil de 10%.

<sup>2</sup> Ce différentiel est beaucoup plus important - plus de 16% - pour les petites capitalisations.

<sup>3</sup> Le fait de travailler sur les rentabilités ou sur les rentabilités ajustées n'est pas neutre. Par exemple, Booth et Booth (2003) sur la période 1946-1996, ne constatent pas de différence significative de rentabilité entre Démocrates et Républicains sur la base des rentabilités non ajustées. Mais, ils constatent par ailleurs une différence statistiquement significative entre les taux des bons du Trésor ou les taux des obligations à long terme pour les périodes dominées respectivement par les deux partis. On peut donc en conclure qu'il y aurait eu une différence significative s'ils avaient eu recours aux rentabilités ajustées.

<sup>4</sup> Inversement l'étude de Bohl et Gottschalk (2006), qui porte sur 15 pays, conclut à une non-significativité pour la France. Cependant, la méthode employée ne nous semble pas pertinente, car les auteurs incluent dans les variables explicatives, au-delà de la variable muette associée à la couleur politique, des variables macroéconomiques représentatives du cycle d'affaires. Or, si on suppose, comme le fait une partie de la littérature associant politique et cycle des affaires, qu'il y a un lien entre couleur politique et politique macroéconomique, une telle méthode revient à éliminer cette dimension dans la mesure de l'influence de la couleur politique à travers la variable muette. Par ailleurs les périodes testées ne sont pas identiques (successivement de janvier 1970 à septembre 2002, puis de février 1984 à septembre 2002).

semble donc que la rentabilité supérieure constatée sous les Démocrates aux États-Unis le soit également en France sous les régimes de Gauche, tout au moins pour la période récente.

Nous avons donc poursuivi l'investigation sur la période commençant avec l'arrivée au pouvoir en mai 1981 de François Mitterrand et s'achevant fin août 2016, 9 mois avant la fin du mandat de François Hollande, soit une durée de 423 mois (plus de 35 ans) se partageant entre 227 mois avec la Gauche au pouvoir et 196 mois avec la Droite. Les périodes de cohabitation (Chirac, Balladur, Jospin comme Premiers ministres) ont été incluses dans les périodes de Gauche et de Droite en fonction de la couleur politique du Premier ministre. Ce dernier choix se justifie en fonction des caractéristiques du système politique français. Par ailleurs, l'horizon a été limité aux 35 dernières années principalement pour des raisons de disponibilité de certaines données<sup>5</sup>.

L'investigation a été conduite selon deux points de vue. Le premier point de vue retenu dans les études américaines (et plus généralement internationales) est « local ». Autrement dit, l'étude a été faite du point de vue d'un investisseur national, indépendamment de toute prise en compte de l'environnement international. Une telle démarche peut s'avérer cependant peu pertinente dans la mesure où la conjoncture internationale qui explique une partie majeure de l'évolution des cours boursiers échappe pour l'essentiel au contrôle (sauf pour les pays les plus importants comme les USA) des dirigeants politiques nationaux. C'est pourquoi, dans une seconde partie, nous avons retenu le point de vue d'un investisseur international localisé aux USA (ou qui évalue sa gestion en USD) et qui tente d'apprécier la performance en tenant compte de la conjoncture mondiale, ainsi que des performances comparatives obtenues dans d'autres pays sur les mêmes périodes.

Précisons, dès à présent, que l'objectif de cet article est limité à l'identification d'une éventuelle prime partisane. Même si on peut subodorer un lien entre l'existence de cette prime, le parti au pouvoir et certaines variables économiques fondamentales, cet aspect amplement traité dans la littérature traitant du lien entre bourse, politique et cycle des affaires n'a pas fait l'objet d'une investigation spécifique. Au-delà de la mise en évidence d'une prime partisane en France, l'apport de l'article réside principalement dans la prise en compte d'un benchmark international en retenant le point de vue d'un investisseur (supposé américain) qui diversifie ses placements sur le plan international.

## 1. Le point de vue d'un investisseur national : l'absence de benchmarks internationaux

Avant d'examiner plus précisément les résultats obtenus en privilégiant le point de vue local, habituellement retenu dans les études existantes, il faut tout d'abord s'interroger sur sa pertinence (1.1.), puisqu'une composante substantielle des indices nationaux et mondiaux est associée aux grandes firmes multinationales dont la performance dépend a priori des différents pays où elles exercent leurs activités et donc des décisions politiques des dirigeants de ces pays. Puis nous présenterons successivement les modalités d'évaluation de la performance (1.2.), les résultats obtenus quant à la significativité statistique des écarts de performance (1.3.), leur interprétation pour les différents indicateurs de performance (1.4.) et, enfin, les rentabilités des stratégies consistant à investir dans le portefeuille de marché sous la Gauche et dans l'actif sans risque sous la Droite et inversement.

### 1.1. La pertinence du point de vue local

Le rôle dominant des multinationales conduit-il à conclure que la dimension politique nationale n'a pas d'influence significative sur la performance évaluée à partir des indices locaux ? Nous ne le pensons pas pour deux raisons principales.

---

<sup>5</sup> Nous avons cependant reconduit certains des tests sur la période janvier 1970-août 2016, sans que la conclusion sur l'effet partisan ne soit modifiée.

Premièrement, on peut supposer, même si les activités des grandes firmes sont très diversifiées internationalement, que les caractéristiques nationales de gouvernance, en particulier celles associées au cadre juridique et fiscal, conservent un rôle majeur comme semble le montrer la littérature en matière de gouvernance (Doidge et al., 2007) qui identifie, le plus souvent, une influence significative de cette dimension sur la performance nationale comparée.

Deuxièmement, si on pose l'hypothèse très vraisemblable que les grandes multinationales sont plus internationalisées que les petites capitalisations, on devrait constater que l'indice mondial explique beaucoup moins la performance nationale de ces dernières que celle des grandes capitalisations; or, cette hypothèse ne semble pas confirmée, au moins pour la France. Ainsi, sur la période allant de janvier 1993 à août 2016, période où on dispose simultanément des indices MSCI (Morgan Stanley Capital International) pour les petites capitalisations et standard (regroupant grandes et moyennes capitalisations), la variance expliquée est certes plus élevée pour les grandes firmes, mais l'écart avec les petites capitalisations est relativement minime (77% contre 67%); il semble donc que la pratique habituelle consistant à appréhender l'influence de la politique sur la performance boursière nationale garde sa légitimité.

Quoi qu'il en soit, même si le biais associé à la domination des multinationales existe, l'approche proposée en deuxième partie, qui considère explicitement une variable prenant en compte la dimension internationale, devrait permettre, pour l'essentiel, de le corriger.

## 1.2. L'évaluation de la performance locale

De façon à disposer d'indicateurs cohérents dans l'ensemble de l'étude, nous avons opté pour les indices boursiers nationaux établis par MSCI<sup>6</sup>. Ces indicateurs ont l'avantage, d'une part, d'être établis de façon homogène (en particulier, ils tiennent compte du réinvestissement des dividendes), d'autre part, de représenter plus largement les marchés financiers nationaux que les indices phares, type CAC40. Ils sont disponibles librement sur le site MSCI. En outre, ils sont établis dans plusieurs unités monétaires. Pour l'étude nationale, nous avons retenu l'indice France évalué en monnaie locale (c'est-à-dire, initialement en Francs, puis en Euros). L'indice Standard qui est évalué à partir des grandes et des moyennes capitalisations a été choisi pour des raisons de durée de disponibilité des données. Il exclut donc les petites capitalisations. L'indice étant pondéré en valeurs sur la base des capitalisations boursières, cette omission n'entraîne pas de biais important<sup>7</sup>. Les taux ont été évalués mensuellement.

La performance a été évaluée, d'une part, à partir des taux mensuels annualisés (annualisation arithmétique), d'autre part, des taux de capitalisation géométrique qui permettent sur une base mensuelle d'obtenir l'indice final par capitalisation mensuelle (avec une base initiale de 100 au 31/05/1981). Les taux présentés ont été annualisés. Les rentabilités ayant été générées à des périodes très différentes, nous avons également évalué des taux réels (inflation déduite) et des taux ajustés (taux en excès du taux sans risque) pour tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt longs (à 10 ans) et courts (taux à 3 mois), les taux d'intérêt ayant été extraits de la base des données financières de l'OCDE. Dans ce dernier cas, la performance s'évalue sur la base de l'écart entre le taux de rentabilité du portefeuille indiciel et le taux d'intérêt à long ou à court terme. L'écart-type représentant la volatilité (estimée sur la base des taux mensuels) a été annualisé. Il n'est indiqué que pour le taux arithmétique annuel. Ses valeurs sont quasiment identiques pour les taux déflatés et les taux ajustés.

<sup>6</sup> Disponibles sur <https://www.msci.com/end-of-day-data-search>.

<sup>7</sup> L'inclusion des petites capitalisations n'aurait pas permis de remonter avant mai 1994. Comme la corrélation entre l'indice Standard et l'indice Standard augmenté des petites capitalisations est de 99,6%, soit une corrélation quasi parfaite, le biais est supposé négligeable.

On a supposé que l'effet partisan était perceptible à travers les indices boursiers dès la prise de fonction dans la mesure où, habituellement, la bourse anticipe les événements et que les prévisions électorales sont assez fiables, sauf circonstances très particulières. La performance a été mesurée jusqu'au terme du mandat (à l'exception du mandat de F. Hollande non achevé à la date de l'étude).

Au-delà de la distinction Droite/Gauche, nous avons également évalué les indicateurs de performance pour différentes périodes : les deux présidences de F. Mitterrand (hors les cohabitations avec J. Chirac et E. Balladur comme Premiers ministres) ; les deux présidences de J. Chirac (hors la cohabitation avec L. Jospin, Premier ministre), la période de cohabitation pendant laquelle L. Jospin a été Premier ministre, la présidence de N. Sarkozy et, enfin, la présidence de F. Hollande (inachevée au 31/08/2016). En raison de leur brièveté, les deux périodes de cohabitation sous la présidence de F. Mitterrand, avec J. Chirac et E. Balladur comme Premiers ministres n'ont pas fait l'objet d'évaluations spécifiques.

Tableau 1 : Chronologie des mandats politiques au cours de la période allant du 01/06/1981 au 31/08/2016

Périodes	Juin 1981- Mars 1986	Mars 1986 – Mai 1988	Mai 1988 – Mars 1993	Mars 1993 – Mai 1995	Mai 1995 –Juin 1997	Juin 1997 – Mai 2002	Mai 2002 – Mai 2007	Mai 2007 – mai 2012	Mai 2012 – fin août 2016
Présidents	Mitterrand M1	Mitterrand M1	Mitterrand M2	Mitterrand M2	Chirac M1	Chirac M1	Chirac M2	Sarkozy	Hollande
Premiers ministres	Mauroy, Fabius	Chirac (cohab.)	Rocard, Cresson, Bérégovoy	Balladur (cohab.)		Jospin (cohab.)	Raffarin, Villepin	Fillon	Ayrault, Valls
Gauche	X		X			X			X
Droite		X		X	X		X	X	

Note : M1 premier mandat ; M2 second mandat

Tableau 2 : Indicateurs de performance boursière en % (taux annualisés)

		Période totale	Gauche	Droite
Périodes		01/06/81 à 31/08/16	Mitterrand hors cohab. + Jospin + Hollande	Cohabitations Chirac et Balladur + Chirac Pdt hors cohab. + Sarkozy
Nb mois		423	227	196
Taux arithm.	Moyenne annuelle	9,98	<b>16,86</b>	2,01
	Écart-type annualisé	19,13	18,26	<b>19,84</b>
Taux géom.	Moyenne annuelle	8,45	<b>16,3</b>	0,014
Taux réel arith.	Moyenne annuelle	7,41	<b>13,7</b>	0,12
Taux réel géom.		5,71	<b>12,72</b>	-1,87
Taux – TxLT arithm.	Moyenne annuelle	3,73	<b>9,66</b>	-3,13
(Taux – TxLT arith.)/ $\sigma$	<b>Ratio de Sharpe</b>	19,5%	<b>53,0%</b>	-15,8%
Taux – TxCT arithm.	Moyenne annuelle	4,74	<b>10,45</b>	-1,86
Inflation	Moyenne annuelle	2,57	3,16	1,89
Tx LT	Moyenne annuelle	6,25	7,21	5,14
Tx CT	Moyenne annuelle	5,24	6,42	3,88

Notes : TxCT taux d'intérêt à court terme ; TxLT taux d'intérêt à long terme;  $\sigma$  écart-type des taux (volatilité sur la base des taux mensuels).

### 1.3. Significativité statistique des écarts de performance

Avant de commenter les résultats figurant dans le tableau 2, évaluons la significativité statistique des écarts de performance constatés. Cette significativité a été testée en régressant les différents types de taux sur la variable muette opposant la Gauche à la Droite.

L'utilisation de séries de taux de rentabilité pose traditionnellement des problèmes d'estimation économétrique en raison de l'existence fréquente d'autocorrélation et d'hétéroscédasticité. Pour les résoudre, Santa-Clara et Valkanov (2003) ont eu recours pour estimer les p critiques des coefficients des variables muettes, d'une part, à la procédure de Newey-West (1987) mobilisant des estimateurs HAC (*Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent*) pour estimer les variances, d'autre part, à une procédure de *bootstrap* (Efron et Tibshirani, 1998).

Nous ne rapportons les résultats que pour les régressions conduites sur les taux ajustés, soit  $\text{taux} - \text{TxLT}$ <sup>8</sup>.

Tableau 3: Coefficients des variables muettes et p critiques<sup>9</sup>

	Variable muette Gauche (1)/ Droite (0)	Différentiel annualisé en % en faveur de la Gauche
<b>Coefficient variable muette</b>	<b>0,010652</b>	<b>12,8%</b>
p MCO	0,0476**	
p critique Newey-West	0,0596*	
p critique bootstrap	0,0722*	

Notes : (\*) Significatif au seuil de 10% ; (\*\*) significatif à 5%.

Quels que soient les estimateurs utilisés, les différences constatées sont significatives à 5 ou 10%. La différence favorable à la Gauche de 12,8%, établie en termes de taux ajustés (taux corrigé du taux d'intérêt à long terme), semble donc robuste.

### 1.4. L'interprétation des différents indicateurs de performance

Si on revient aux différents indicateurs de taux présentés dans le tableau 2, ils font apparaître une performance sensiblement supérieure pour la Gauche avec une différence comprise approximativement selon les cas entre 12% et 16%. Si l'on retient le taux ajusté ( $\text{taux} - \text{TxLT}$ ), un des plus significatifs économiquement, il atteint 9,66% sous la Gauche alors qu'il est négatif sous la Droite avec - 3,13%, soit un différentiel de taux de près de 12,8%. Rapporté à la volatilité, cet indicateur correspond au ratio de Sharpe et permet d'évaluer la performance en fonction du risque encouru (écart-type annualisé) : il est de 53% sous la Gauche et de -15,8% sous la Droite. On remarquera que le risque a été légèrement plus élevé sous la Droite que sous la Gauche, ce qui

<sup>8</sup> Ils sont souvent plus significatifs pour les autres types de taux, mais l'indicateur  $\text{Taux} - \text{TxLT}$  nous semble l'un des plus significatifs économiquement.

<sup>9</sup> Les tests ont été réalisés au moyen du logiciel Gretl.

signifie qu'on ne peut expliquer la surperformance réalisée sous la Gauche comme rémunérant un risque plus élevé.

#### 1.5. Rentabilité des stratégies de placement Gauche vs. Droite

Une dernière façon de comparer les performances obtenues sous la Gauche et sous la Droite est d'évaluer la rentabilité des deux stratégies suivantes. La première consiste pour un investisseur à investir dans l'indice de marché lorsque la Gauche est au pouvoir et dans l'actif sans risque (représenté par le taux d'intérêt à long terme) lorsque la Droite reprend le pouvoir. La seconde repose sur une pratique inverse. Précisons, cependant, qu'en principe, pour que la comparaison soit équitable, il faudrait que les durées de détention de pouvoir soient identiques pour les deux partis, or la Gauche sur la période considérée a été au pouvoir près de 54% du temps ce qui est source de biais, même si l'écart est relativement faible.

Sur la base de ces deux stratégies, on peut évaluer le montant obtenu fin août 2016 en ayant placé 1 € le 1<sup>er</sup> juin 1981. Le calcul a été fait sur la base des taux nominaux et sur la base des taux réels pour prendre en compte l'inflation.

Tableau 4 : Rentabilité des deux stratégies de placement sur 423 mois

	Montant obtenu en €	Taux de rentabilité nominale (géom.)	Montant obtenu Déflaté en €	Taux de rentabilité réelle (géom.)
Stratégie 1 (Gauche)	40,229	11,05%	16,290	8,24%
Stratégie 2 (Droite)	3,897	3,93%	1,578	1,58%

De nouveau, la rentabilité obtenue sous la Gauche apparaît nettement supérieure à celle obtenue sous la Droite, avec un différentiel de 7,12% en taux nominal et de 6,94% en taux réel.

#### 2. Le point de vue d'un investisseur international américain : la prise en compte de la conjoncture internationale

La conclusion de l'analyse locale, apparemment favorable à la Gauche, se confirme-t-elle lorsqu'on prend en compte l'effet de la conjoncture internationale dans l'évaluation de la performance ?

Pour prendre en compte cet effet, nous allons retenir le point de vue d'un investisseur américain – un fonds d'investissement, par exemple – qui investit sur les marchés financiers étrangers, notamment sur le marché français, et qui s'interroge sur un éventuel effet de la couleur politique des dirigeants sur la performance boursière nationale. Cette approche se justifie d'autant plus, comparativement à l'approche locale, que les grandes entreprises ont un actionnariat dominé par les grands fonds internationaux. Ainsi, fin 2014, les entreprises du CAC 40 étaient détenues à 45,3% (Bui Quang, 2015) par des investisseurs étrangers à dominante institutionnelle. Si on y ajoute les investisseurs institutionnels français, l'actionnariat institutionnel qui pratique habituellement une

diversification internationale des portefeuilles est largement majoritaire dans les sociétés cotées françaises (Davydoff et al., 2013). Il est donc particulièrement légitime d'appréhender la performance d'un point de vue international. Le choix d'une évaluation en USD est fait, d'une part, compte tenu du caractère dominant de la devise américaine, d'autre part, pour des raisons de disponibilité des données dans la base MSCI.

Dans un premier temps, la méthode permettant de neutraliser l'incidence de la conjoncture internationale (2.1) est présentée. Dans un deuxième temps, le caractère significatif des différences de performance entre Gauche et Droite (2.2.) est testé. Dans un troisième temps, les différences de performance sous la Gauche et sous la Droite sont analysées en examinant ce qui s'est passé, sur les mêmes périodes, dans trois autres pays (USA, Allemagne, Royaume-Uni) ainsi que dans le Monde et en Europe (2.3.). Cette dernière comparaison se fait, en premier lieu, sur la base des indicateurs de rentabilité, de risque et de performance ajustée au risque, en second lieu, sur la base des rentabilités anormales cumulées pour les différentes périodes et les différentes zones géographiques.

### 2.1. La méthode de neutralisation de la conjoncture internationale

Pour procéder à cette neutralisation, on a eu recours au MEDAF international sous sa forme la plus simple selon laquelle les taux de rentabilité anticipés sur les indices nationaux (exprimés en USD) sont tels que :

$$E(R_i) = R_F + \beta_{i,M} E(R_M - R_F)$$

avec  $E(R_i)$  les taux anticipés sur les indices représentatifs des marchés nationaux ; ils s'évaluent sur la base des indices évalués en USD.

$R_F$  le taux sans risque pour l'investisseur américain ;

$E(R_M)$  le taux de rentabilité anticipé pour l'indice mondial évalué en USD ;

$\beta_{i,M}$  le coefficient bêta exprimant la covariabilité de l'indice national par rapport à l'indice mondial.

Il suffit alors, pour évaluer les performances en dehors de l'influence de la conjoncture internationale reflétée par l'indice de marché mondial, de régresser les taux observés  $R_{i,t}$  corrigés des taux sans risque  $R_{F,t}$  pour les différents mois sur les taux observés de l'indice mondial corrigés également des taux sans risque. Autrement dit, les régressions se font sur les taux ajustés.

L'équation de régression est la suivante :

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_{it} + \beta_{iM} (R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{it}$$

avec

$i$  l'indice de la nation  $i$  ; quatre nations sont considérées par la suite : Allemagne, France, États-Unis, Royaume-Uni ainsi que la zone géographique Europe (au sens de l'indice MSCI correspondant).

$t$  le mois considéré ;

$R_{it}$  le taux de rentabilité observé pour l'indice national  $i$  sur le mois  $t$  ; les taux ont été évalués sur la base des indices mensuels MSCI standard évalués en USD pour les différents indices nationaux considérés dans l'étude ;

$R_{Ft}$  le taux de rentabilité observé pour l'actif sans risque  $i$  sur le mois  $t$  ; le taux retenu est celui du taux des obligations d'État à 10 ans pour les États-Unis que nous avons retenu de préférence au taux

des bons du Trésor à 3 mois plus habituel, car ce taux nous semble plus représentatif des décisions d'investissement à long terme<sup>10</sup>. Les taux annuels sont issus de la base de données de l'OCDE. Ils ont été ramenés à une base mensuelle par un calcul de taux équivalent ;

$R_{Mt}$  le taux de rentabilité observé pour l'indice mondial M évalué en USD pour le mois t. L'indice mondial a été évalué à partir de l'indice mondial MSCI standard ;

$\beta_{iM}$  le coefficient bêta de risque systématique exprimant la sensibilité du taux associé à l'indice national par rapport au taux de rentabilité associé à l'indice mondial  $\beta_{iM} = \text{Cov}(R_{it}, R_{Mt}) / \text{Var}(R_{Mt})$  ;

$\alpha_{it}$  le terme représentant la sous- ou la surperformance de l'indice national par rapport à l'indice mondial et pour le mois considéré. Il permet d'évaluer la performance nationale corrigée de l'influence de la conjoncture internationale, tout en prenant en compte le risque systématique associé à l'indice national. Il correspond à l'indice défini par Jensen pour évaluer la performance en gestion de portefeuille ;

$\varepsilon_{it}$  le terme d'erreur.

Un des problèmes posés par cette méthode, compte tenu des évaluations en USD, est que la performance évaluée dépend non seulement de l'évolution de l'indice national (en monnaie locale), mais également de l'évolution du taux de change. Ainsi, pour la France, la performance obtenue dépend du taux de change USD/FRF, avant la mise en place de l'euro, puis du taux de change USD/EUR, après cette mise en place.

Nous ne pensons pas, cependant, que la dimension change invalide cette mesure pour deux principales raisons. Premièrement, les travaux sur le MEDAF international (par exemple, Grauer et al., 1976) montrent que, si les marchés financiers internationaux sont intégrés et la relation de parité des pouvoirs d'achat (PPA), respectée, cette dimension peut être négligée pour évaluer les actifs ; or, sur le long terme, on considère habituellement que la PPA est approximativement respectée<sup>11</sup>. Deuxièmement, même si la PPA n'est pas respectée, les décisions d'investissement des investisseurs internationaux se prennent en tenant compte des différentiels d'inflation et de taux d'intérêt entre nations et donc des taux de change anticipés qui conditionnent également les exigences de rentabilité sur les marchés nationaux. Globalement, l'investisseur américain lorsqu'il compare par exemple, un investissement local - un investissement au Royaume-Uni ou en France, par exemple -, prend en compte non seulement les évolutions spécifiques des bourses nationales, mais également les évolutions anticipées des taux nationaux d'inflation, des taux d'intérêt et des taux de change ainsi que leurs relations théoriques. Or, ces différentiels dépendent, au moins en partie, des politiques macroéconomiques mises en œuvre par les dirigeants politiques ; il est donc normal de les inclure dans l'évaluation de la performance. Si, par exemple, un investisseur américain anticipe que l'arrivée de la Gauche au pouvoir entraînera une hausse de l'inflation, une hausse des taux d'intérêt et une détérioration du taux de change USD/monnaie nationale, il ajustera ses exigences de rentabilité en conséquence, ce qui provoquera un ajustement de l'indice national. Autrement dit, pour juger de l'influence de la couleur politique sur la performance boursière, il ne nous semble pas pertinent de prétendre que la composante change de la performance, dans le cas où elle est significative, échappe

<sup>10</sup> Les évaluations ont été faites avec les deux types de taux représentatifs de l'ASR sans qu'il en résulte de différences notables.

<sup>11</sup> Dans le cas contraire, il faut faire appel à des modèles alternatifs tels que celui d'Adler et Dumas (1983) qui suppose une segmentation du marché financier international. Cavaglia et al. (2002) montrent, en confrontant différents modèles d'évaluation, que l'hypothèse selon laquelle le risque de change n'est pas valorisé semble la plus robuste. On trouvera une recension récente des différents modèles portant sur l'évaluation des actifs dans un cadre international dans Lewis (2011).

à la responsabilité des politiques<sup>12</sup> et doit être neutralisée, même si cette responsabilité est partagée en cas d'union monétaire.

## 2.2. Y a-t-il une différence significative de performance entre les périodes Gauche et Droite ?

Une première manière de tester si la performance a été significativement différente sous la Gauche est d'opérer la régression précédemment définie en y ajoutant une variable muette M associée à la couleur du pouvoir en place (Gauche = 1 ; Droite = 0).

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_{it} + \beta_{iM} (R_{Mt} - R_{Ft}) + M + \varepsilon_{it}$$

Tableau 5 : Résultats des régressions Rentabilité Indice France – Taux sans risque / Indice mondial en USD – Taux sans risque (valeurs USD)

	Modèle avec variable muette Gauche / Droite
R <sup>2</sup> aj.	0,6252
Constante	-0,0023356
$\beta_{iM}$	1,111***
p critique (MCO)	<0,0001 ***
Coeff. Variable muette	0,00745804
p critique (Newey West)	0,0324 **
p critique (bootstrap)	0,04067 **
Performance annualisée (taux arithm.) (1)	Gauche : 6,15%
Idem.	Droite: -2,80%
Performance différentielle	Gauche – Droite : 8,95%

Notes : (\*) Significatif au seuil de 10% ; (\*\*) significatif à 5% ; (\*\*\*) significatif à 1% .

(1) La variable muette prenant la valeur 0 pour la Droite et à 1 pour la Gauche, la performance mensuelle est égale à la constante pour la Droite, soit -0,0023356 et à la constante augmentée du coefficient de la variable muette pour la Gauche, soit -0,0023356 + 0,00745804 = 0,00745804. La performance annualisée s'obtient de façon arithmétique en multipliant la performance mensuelle par 12. Il s'agit de la performance résiduelle (sur la base de l'écart entre le taux de rentabilité national et le taux sans risque), non expliquée par l'indice mondial, c'est-à-dire le  $\alpha$  de Jensen.

Les résultats obtenus confirment la surperformance obtenue sous la Gauche. Les différences apparaissent significatives au seuil de 5% pour la régression concernant l'opposition Gauche/Droite. L'indice mondial, donc la conjoncture internationale, explique environ 63% de la variance. Une fois son incidence neutralisée, on constate que l'investisseur américain obtient une rentabilité supplémentaire annuelle de près de 9% pendant les périodes pendant lesquelles la Gauche a été au pouvoir en France.

De nouveau, on peut s'interroger pour savoir si au moins une partie du différentiel de rentabilité ne peut s'expliquer par une différence de risque. En particulier, la méthode utilisée ne permet pas de savoir si le coefficient de risque systématique – le bêta - a été identique sous la Droite et sous la Gauche.

<sup>12</sup> Dans le cas contraire, on pourrait se tourner vers les formes du MEDAF international qui permettent de distinguer clairement cette composante de la performance. Elles sont multiples (v. Lewis, 2011) et posent des problèmes relativement complexes d'estimation qui dépassent l'objet de cette étude. On ajoutera que, dans le cas de la France, sur l'ensemble de l'horizon considéré par la présente étude, la composante de la performance liée au change apparaît assez faible. Il peut cependant en être différemment pour certaines sous-périodes.

Pour le savoir, il suffit de régresser les taux France sur l'indice mondial (avec les ajustements pour les taux sans risque) en faisant successivement les régressions sur les périodes Gauche et les périodes Droite.

Tableau 6 : Les différences de risque systématique sous la Gauche et sous la Droite (estimation M.C.O.)

	Nb de mois	R2 aj.	Constante	Perf annualisée (arithm)	Bêta
Gauche	227	0,544	0,00524696	6,30%	1
Droite	196	0,702	-0,003522	-4,23%	1,222

Comme le met en évidence le tableau 6, le risque systématique apparaît sensiblement plus élevé sous la Droite (1,222) que sous la Gauche (1). Si on prend en compte l'écart de risque systématique, le différentiel de performance entre Gauche et Droite s'accroît et passe de 8,95% à 10,53%. La surperformance constatée sous la Gauche ne peut donc s'expliquer par un risque systématique plus élevé puisqu'au contraire ce risque est plus élevé sous la Droite.

Il semblerait que la performance nationale soit moins sensible à la conjoncture internationale sous la Gauche que sous la Droite au vu des R<sup>2</sup> ajustés et des bêtas. Peut-être peut-on y voir l'effet de politiques davantage contra-cycliques par rapport à la conjoncture internationale, hypothèse qui reste à vérifier cependant.

### 2.3. La comparaison avec les performances des autres pays sur les mêmes périodes

De façon à mieux cerner la performance nationale française, nous allons faire une première comparaison avec un certain nombre d'indicateurs évalués pour les mêmes périodes, pour différentes zones géographiques (le Monde, l'Europe, les États-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni). Cette première comparaison sera complétée et approfondie au moyen d'une deuxième comparaison fondée sur les rentabilités anormales cumulées.

#### 2.3.1. Comparaison internationale fondée sur les taux évalués sur base USD : indicateurs de rentabilité, de risque et de performance ajustés au risque

La première comparaison repose sur les taux évalués sur la base des indices en valeur USD et sur les indicateurs qui en sont dérivés. Les évaluations ont été conduites pour la période totale et pour les deux sous-périodes Gauche et Droite. Les résultats sont disponibles en annexe et les écarts entre Gauche et Droite sont donnés dans le tableau 7 à partir duquel sont faits les commentaires.

Tableau 7 : Écarts entre période Gauche et période Droite (G – D) en France, pour les différents indicateurs et les différents pays (taux moyens annualisés)

	France	Monde	Europe	USA	Allemagne	Royaume-Uni
<b>Indicateurs de rentabilité et d'inflation en %</b>						
Taux arithm.	8,92	0,15	2,26	3,89	5,44	-0,68
Taux – TxLT arithm.	7,10	-1,67	0,44	2,07	3,62	-2,51
Inflation (taux geom. nation.)	1,29			0,3	0,7	0,64
<b>Indicateurs de risque</b>						
Écart-type annualisé	-3,71	-1,53	-2,72	-1,75	-4,21	-0,33
Bêta (indice mondial)	-0,228		-0,141	-0,053	-0,228	-0,052
<b>Indicateurs de performance ajustés au risque</b>						

(Taux – TxLT)/ $\sigma$ - Sharpe	37,22	-9,79	4,67	16,15	19,37	-13,65
(Taux – TxLT)/ Bêta - Treynor	13,19	-1,67	1,02	3,04	9	-3,28

Quel que soit l'indicateur de performance considéré, la différence de performance entre la période Gauche et la période Droite apparaît la plus élevée dans le cas de la France. Elle est beaucoup plus significative que pour les autres pays ou zones géographiques, ce qui montre bien que cette différence n'est pas totalement due à la conjoncture internationale. Le signe de cette différence n'est d'ailleurs pas homogène. Ainsi, pour le Royaume-Uni, la performance réalisée lorsque la Droite est au pouvoir en France est supérieure à ce qu'elle est lorsque c'est la Gauche. On remarquera que le taux d'inflation est plus élevé en France lorsque la Gauche est au pouvoir, mais cette caractéristique se manifeste également, à un degré moins élevé, pour les autres pays considérés.

La supériorité de la performance sous la Gauche n'apparaît pas liée au risque qu'on considère le risque total ou le risque systématique. De nouveau, quel que soit le pays, le risque, sous les deux formes (risque total et risque systématique), apparaît plus élevé lorsque la Droite est au pouvoir en France. Cependant, la proximité des écarts de risque entre la France et l'Allemagne laisse à penser que les déterminants du risque conjoncturel sont proches entre les deux pays.

Si on examine les deux indicateurs Sharpe et Treynor qui ajustent la performance (Taux – TxLT) respectivement en fonction du risque total et du risque systématique, de nouveau, on constate, d'une part, que le risque est bien mieux rémunéré en France sous la Gauche que sous la Droite, d'autre part, que cette meilleure rémunération du risque est bien plus importante en France que dans les autres pays ou zones géographiques.

### 2.3.2. L'analyse par les rentabilités « anormales » cumulées

Une analyse plus informative sur les performances comparées réalisées sous la Gauche et la Droite, et, plus précisément, sous les différents dirigeants politiques qui se sont succédé, peut se faire en comparant les rentabilités anormales cumulées (RAC) obtenues sur les mêmes périodes pour les différentes nations ou zones géographiques, sur la base des Indices MSCI qui les représentent. Ces RAC s'obtiennent tout d'abord en évaluant, pour chaque mois, les rentabilités anormales RA (par rapport à l'indice mondial) en régressant les rentabilités nationales ajustées (valeurs USD et taux LT américain) sur les rentabilités mondiales ajustées (valeurs USD et taux LT américain)<sup>13</sup>. Une fois les RA obtenues (pour 423 mois) – c'est-à-dire les alphas de Jensen -, il suffit de les cumuler pour les différentes sous-périodes examinées pour obtenir les RAC.

Au-delà de la France, nous avons donc évalué les RAC pour l'Allemagne, les États-Unis, le Royaume-Uni, et l'Europe (sur la base de l'indice MSC Europe)<sup>14</sup>; les valeurs obtenues figurent dans la première partie du tableau 8 (Performance non ajustée pour la durée). À des fins analytiques, nous avons également calculé les RAC depuis le début de la crise financière (octobre 2007) et depuis la mise en place de l'euro (janvier 2002). Ces RAC cependant ne peuvent être comparées directement, car les durées des périodes sont inégales. Nous avons alors procédé à une standardisation des performances en réduisant, de façon proportionnelle, les performances à une durée de 60 mois, qui

<sup>13</sup> Précisons que dans cette méthode, les coefficients de sensibilité bêta sont évalués pour l'ensemble de la période, quel que soit le pouvoir en place. On ne prend pas en compte les différences de risque systématique constatées précédemment entre les différentes périodes.

<sup>14</sup> L'indice MSCI Europe est constitué de valeurs associées à seize pays européens. Les pays qui pèsent le plus sont le Royaume-Uni, la France, la Suisse et l'Allemagne. Les autres pays représentés sont l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, les Pays-Bas, la Norvège, le Portugal, l'Espagne et la Suède.

correspond à l'actuelle durée (5 ans) du mandat présidentiel. Ces RAC ajustées figurent dans la seconde partie du tableau 8 (Performance ajustée...). Enfin, dans la troisième partie du tableau sont présentés les écarts de RAC standardisés obtenus en soustrayant des performances obtenues par la France, les performances respectives réalisées par l'Europe, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les USA. Ces écarts de performance ont également été évalués entre l'Europe et les USA.

Tableau 8 – Comparaison des performances en termes de RAC (durées non standardisées et durées standardisées à 60 mois)

	Durée (mois)	Europe	France	Allemagne	UK	USA
<b>Performance non ajustée pour la durée</b>						
Toutes périodes	423	11,7%	70,6%	66,4%	-30,0%	49,1%
Gauche (France)	227	25,4%	116,3%	84,1%	-23,5%	57,4%
Droite (France)	196	-13,8%	-45,7%	-17,6%	-6,5%	-8,3%
Crise (depuis 10/2007)	107	-35,3%	-34,4%	-13,8%	-43,8%	28,3%
Depuis Euro (01/01/2002)	176	-15,3%	-16,5%	22,3%	-38,6%	13,9%
<b>Performance ajustée proportionnellement pour une durée standard (60 mois)</b>						
Toutes périodes	60	1,7%	10,0%	9,4%	-4,3%	7,0%
Gauche (France)	60	6,7%	30,7%	22,2%	-6,2%	15,2%
Droite (France)	60	-4,2%	-14,0%	-5,4%	-2,0%	-2,5%
<b>Ecart Gauche - Droite</b>	<b>60</b>	<b>10,9%</b>	<b>44,7%</b>	<b>27,6%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>17,7%</b>
Crise (depuis 10/2007)	60	-19,8%	-19,3%	-7,7%	-24,6%	15,9%
Depuis Euro (01/01/2002)	60	-5,2%	-5,6%	7,6%	-13,2%	4,7%
<b>Écarts entre pays ou zones géographiques</b>						
	Durée standard	Fr - Europe	Fr - Allemagne	Fr - UK	Fr - USA	Europe - USA
Toutes périodes	60	8,4%	0,6%	14,3%	3,0%	-5,3%
Gauche (France)	60	24,0%	8,5%	37,0%	15,6%	-8,5%
Droite (France)	60	-9,8%	-8,6%	-12,0%	-11,4%	-1,7%
<b>Ecart Gauche - Droite</b>	<b>60</b>	<b>33,8%</b>	<b>17,1%</b>	<b>49,0%</b>	<b>27,0%</b>	<b>-6,8%</b>
Crise (depuis 10/2007)	60	0,5%	-11,6%	5,3%	-35,2%	-35,7%
Depuis Euro (01/01/2002)	60	-0,4%	-13,2%	7,5%	-10,4%	-10,0%

Avant d'analyser l'écart entre les performances réalisées sous la Droite et la Gauche, on peut déjà remarquer que, sur la période totale de 423 mois (performance non ajustée), la meilleure performance est réalisée par la France avec 70,6%. Ce pourcentage représente le supplément de performance par rapport à l'indice mondial ajusté (corrigé de l'ASR), compte tenu du risque systématique. Rapportée à 60 mois, cette surperformance est de 10%. La France précède de peu l'Allemagne avec des performances de 66,4% (performance non ajustée pour la durée) et de 9,4% (sur 60 mois). Les performances respectives des USA sont de 49,1% (7% avec l'ajustement), de l'Europe, de 11,7% (1,7% avec l'ajustement) et du Royaume-Uni de -30% (-4,3% avec l'ajustement).

On peut remarquer que cette bonne performance relative de la France s'est dégradée depuis l'introduction de l'euro. En termes de performance ajustée sur 60 mois, depuis cette introduction, la France a perdu 0,4% par rapport à l'Europe (sur la base de l'Indice Europe MSCI), 13,2% par rapport à l'Allemagne, et 10,4% par rapport aux États-Unis. Le seul pays par rapport auquel elle a progressé depuis cette date est le Royaume-Uni (+7,5%). On remarquera également que, sur cette période, l'Europe a reculé de 10% par rapport aux États-Unis.

Cette dégradation relative s'est particulièrement accentuée depuis le déclenchement de la crise financière en octobre 2007 (voir 3<sup>ème</sup> partie du tableau 8). Si sa position sur cette période s'est légèrement améliorée par rapport à celle de l'Europe (+0,5%), et significativement par rapport à celle du Royaume-Uni (+5,3%), en revanche, elle s'est sensiblement détériorée par rapport à celle de l'Allemagne (-11,6%) et surtout par rapport à celle des USA (-35,2%). Ce décrochage très important

par rapport aux USA vaut pour l'Europe comme ensemble (-35,7%). Il correspond d'ailleurs au décrochage qui s'est manifesté sur la même période au vu des indicateurs d'activité macroéconomiques.

Qu'en est-il des performances relatives obtenues sous la Droite et sous la Gauche. Pour effectuer cette comparaison équitablement, il faut retenir la performance ajustée pour la durée. Sur une même base de 60 mois, la performance obtenue sous la Gauche est de +30,7% contre -14% sous la Droite, soit un différentiel de 44,7%. Rapporté à une base annuelle, ce différentiel serait de 8,9%. À l'instar des méthodes précédentes, mais avec une méthode qui neutralise l'effet de la conjoncture mondiale et qui tient compte du niveau de risque systématique encouru, on aboutit de nouveau à un différentiel très significatif en faveur de la Gauche. Le fait que le différentiel soit également important en Allemagne (+27,6%) et aux États-Unis (+17,7%), alors que la dimension politique française n'est pas censée avoir a priori d'influence significative<sup>15</sup>, laisse cependant supposer que des facteurs communs non pris en compte à travers l'indice mondial ont pu avoir une influence.

### Discussion et conclusion

À l'instar du traditionnel puzzle associé à la prime habituellement identifiée, lorsque les Démocrates sont au pouvoir aux États-Unis, il semble qu'une énigme similaire existe en France lorsque les Socialistes sont au pouvoir (tout au moins depuis l'accès au pouvoir de F. Mitterrand) avec une prime d'ampleur au moins comparable. Outre le fait que les résultats obtenus corroborent ceux de Białkowski et al. (2007), la convergence des conclusions obtenues par les différentes méthodes (indicateurs ajustés ou non pour le risque, prenant en compte ou non les taux d'intérêt sans risque et l'inflation, considérant les points de vue respectifs d'un investisseur national puis international) laisse fortement présumer que l'existence du phénomène observé est robuste

Par ailleurs, cette prime ne semble pas pouvoir s'expliquer par un différentiel de risque, puisque le risque apparaît plus important sous la Droite et que des mesures intégrant le risque ont été utilisées. Sur ce point aussi, le résultat est similaire à celui établi aux États-Unis par Santa-Clara et Valkanov (2003). Toutefois, il est possible que d'autres mesures d'appréhension du risque conduisent à des résultats différents, comme peuvent le laisser penser les résultats de l'étude de Sy et Al Zaman (2011) qui ont recours au modèle multifactoriel de Fama et French pour estimer le risque.

Enfin, la prime de risque constatée tant qu'elle ne repose pas sur un modèle explicatif convaincant sur le plan économique risque de n'être qu'un artefact statistique<sup>16</sup>. Il faut alors se tourner vers les littératures reliant la Bourse aux variables macroéconomiques fondamentales et ces dernières, à la politique. Santa-Clara et Valkanov entreprennent une telle démarche en tentant de distinguer une partie anticipée du différentiel de performance fonction des conditions macroéconomiques<sup>17</sup> et une partie non anticipée censée refléter une surprise du marché. La partie anticipée est liée au modèle « partisan », un des modèles centraux visant à expliquer le lien entre la politique et les cycles d'affaires (Alesina et al., 1997 ; Drazen, 2000). Selon ce modèle<sup>18</sup>, les partis de Gauche et de Droite auraient des objectifs macroéconomiques différents qui pourraient être à l'origine de la composante anticipée du différentiel de performance. Les résultats du test réalisé par

<sup>15</sup> L'évolution proche des performances différentielles entre la France et l'Allemagne, peut cependant être due à l'imbrication des deux économies. On peut, par exemple, supposer qu'une politique de relance concernant le secteur automobile lancée en France aura des conséquences également favorables pour relancer l'industrie automobile allemande.

<sup>16</sup> La prime apparente est peut être liée à des estimateurs statistiques inadaptés.

<sup>17</sup> La partie anticipée dépendrait des variables macroéconomiques observées avec un décalage d'une période. La méthode utilisée pose cependant problème si, comme le concluent certaines études, le lien de causalité va davantage de la bourse vers les variables macroéconomiques (v. par exemple, Sturm, 2013).

<sup>18</sup> En testant ce modèle sur 18 pays de l'OCDE, Alesina et Roubini (1990) concluent que le modèle partisan a un pouvoir explicatif significatif pour sept pays, dont la France.

Santa-Clara et Valkanov révèlent ainsi que la prime obtenue sous les Démocrates est d'origine non anticipée sur le plan macroéconomique<sup>19</sup>. Autrement dit, le marché serait systématiquement surpris par une gestion meilleure que prévu, sous les Démocrates, et réagirait en conséquence en faisant apparaître une surperformance non anticipée. Ce serait par exemple le cas, s'il existait une présomption d'incompétence relative des Démocrates en matière de gestion macroéconomique, aux yeux des investisseurs. Cette présomption serait levée au vu des résultats effectifs, ce qui pourrait expliquer la surperformance. Toutefois, comme la prime semble très pérenne, il faudrait en conclure que les investisseurs seraient incapables d'apprendre de leurs erreurs au cours du temps, ce qui constituerait une anomalie importante par rapport à la traditionnelle hypothèse d'efficacité des marchés financiers<sup>20</sup>. Il est possible que l'explication avancée pour le marché américain soit également transposable au marché français auquel cas, la meilleure performance obtenue sous la Gauche s'expliquerait par une performance meilleure que prévue par rapport à ce qu'anticipaient les investisseurs et un biais idéologique persistant ferait obstacle à sa disparition.

## Références

- Adler M. et Dumas B. (1983), « International Portfolio Selection and Corporation Finance: A Synthesis », *Journal of Finance*, vol. 38, n° 3, p. 925-984.
- Alesina A. et Roubini N. (1990), « Political Cycle in OECD Economies », Nber Working Paper Series, Working Paper 3478, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=226679](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=226679).
- Alesina A., Roubini N. et Cohen G.D. (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, Cambridge, Mass. : MIT Press.
- Białkowski J., Gottschalk K. et Wisniewski T.P. (2007), « Political Orientation of Government and Stock Market Returns », *Applied Financial Economics Letters*, vol. 3, n° 4, p.269-273.
- Bohl M.T. et Gottschalk K. (2006), « International Evidence on the Democrat Premium and the Presidential Cycle Effect », *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 17, n° 2, p. 107-120.
- Booth J.R. et Booth L.C. (2003), « Is Presidential Cycle in Security Returns Merely a Reflection of Business Conditions? », *Review of Financial Economics*, vol. 12, n° 2, p. 131-159.
- Bui Quang P. (2015), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2014 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 201, 3<sup>e</sup> trimestre, p. 5-13.
- Cavaglia S., Hodrick R.J., Vadim M. et Zhang X. (2002), « Pricing the Global Industry Portfolios », Nber Working Paper Series, Working Paper 9344, <http://www.nber.org/papers/w9344>.
- Davydoff D., Fano D., Vergata T. et Qin L. (2013), *Who Owns the European Economy ? Evolution of the Ownership of Eu-Listed Companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'Épargne Européenne et IODS Insead OEE Data Services.
- Doidge C., Karolyi G.A. et Stulz R.M. (2007), « Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance? », *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n° 1, p. 1-39.
- Drazen A. (2000), *Political Economy in Macroeconomics*, Princeton, NJ : Princeton University Press.

<sup>19</sup> Pour la composante anticipée, il y a un écart de 1,8% en faveur des Républicains ; en revanche, pour la composante non anticipée, l'écart est de 10,8% en faveur des Démocrates.

<sup>20</sup> Il s'agirait alors d'un biais cognitif d'origine idéologique, mais les biais idéologiques semblent aussi persistants que les biais comportementaux d'origine psychologique.

Efron B. et Tibshirani R.J. (1998), *An Introduction to the Bootstrap*, Monographs of Statistics and Applied Probability #57, NewYork : Chapman & Hall

Grauer F.L.A., Litzenberger R.H. et Stehle R.E. (1976), « Sharing Rules and Equilibrium in an International Capital Market under Uncertainty », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 3, p. 233-256.

Huang R.D. (1985), « Common Stock Returns and Presidential Elections », *Financial Analysts Journal*, vol. 41, n° 2, p. 58-61.

Lewis K.K. (2011), « Global Asset Pricing », Nber Working Paper Series, Working Paper No. w17261, July, <http://www.nber.org/papers/w17261>.

Newey W.K. et West K.D. (1987), « A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix », *Econometrica*, vol. 55, n° 3, p. 703-708.

Santa-Clara P. et Valkanov R. (2003), « The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market », *Journal of Finance*, vol. 63, n°5, p. 1841-1872.

Sturm R.R. (2013), « Economic Policy and the Presidential Election Cycle in Stock Returns », *Journal of Economics and Finance*, vol. 37, n° 2, p. 200–215.

Sy O. et Al Zaman A. (2011), « Resolving the Presidential Puzzle », *Financial Management*, vol. 40, n° 2, p. 331-355.

## Annexe : Indicateurs de comparaison internationaux en % (1)

Zone	France			Monde			Europe			USA			Allemagne			Royaume-Uni		
Période (2)	PT	G	D	PT	G	D	PT	G	D	PT	G	D	PT	G	D	PT	G	D
Nombre de mois	423	227	196	423	227	196	423	227	196	423	227	196	423	227	196	423	227	196
<b>Indicateurs de rentabilité, d'inflation et de taux d'intérêt</b>																		
Taux arithm Moy. Annual.	10,21	14,34	5,42	7,98	8,05	7,90	8,40	9,45	7,19	9,13	10,93	7,04	10,15	12,67	7,23	7,11	6,8	7,48
Taux moy. géom.	8,25	13,23	2,76	7,06	7,26	6,82	7,06	8,45	5,48	8,29	10,4	5,89	7,78	11,05	4,12	5,59	5,32	5,90
Taux – TxLT Arithm.	4,28	7,57	0,47	2,05	1,28	2,95	2,48	2,68	2,24	3,2	4,16	2,09	4,23	5,9	2,28	1,18	0,02	2,53
Taux – TxLT Geom.	2,04	5,86	-2,2	0,91	0,25	1,68	0,92	1,37	0,40	2,07	3,20	0,78	1,59	3,81	-0,91	-0,49	-1,58	0,80
Inflation (moy. géom. nation.)	2,6	3,2	1,91							2,84	2,98	2,68	1,91	2,24	1,54	3,06	3,36	2,72
TxLT (moy. géom. nation.)	6,43	7,44	5,26							6,09	6,98	5,06	5,13	5,55	4,64	6,71	7,48	5,84
<b>Indicateurs de risque et de qualité de la régression (régressions sur l'indice mondial par période)</b>																		
Ecart-type annual. Taux arithm.	21,12	19,28	22,99	14,98	14,25	15,78	17,51	16,2	18,92	14,99	14,15	15,9	22,77	20,71	24,92	18,19	18,04	18,37
Bêta (indice mondial) (3)	1,103	0,995	1,223	1	1	1	1,046	0,974	1,115	0,881	0,854	0,907	1,141	0,995	1,223	0,992	0,965	1,017
R <sup>2</sup>	62,3	54,6	70,3				80,3	74	86,3	77,4	74	80,9	56,6	47,3	65,7	67	58,6	76,4
<b>Indicateurs de performance ajustés au risque</b>																		
(Tx – TxLT)/ $\sigma$ - Sharpe	20,3	39,29	2,07	13,68	8,93	18,72	14,15	16,53	11,86	21,32	29,29	13,14	18,57	28,53	9,16	6,51	0,13	13,78
(Taux – TxLT)/ $\beta$ - Treynor	6,87	13,86	0,67	2,05	1,28	2,95	3,09	3,62	2,60	4,13	5,62	2,58	7,47	12,47	3,47	1,76	0,03	3,31

(1) Abréviations : Moy. (moyenne), TI LT taux d'intérêt à long terme (obligations d'État à 10 ans)

(2) PT – Période totale 423 mois du 01/06/1981 au 31/08/2016 ; G 227 mois sous domination de la Gauche en France ; D 196 mois sous domination de la Droite en France

(3) Cette valeur n'est pas en %

(4) L'indicateur de Treynor rapporte l'excédent du taux de rentabilité par rapport à l'ASR sur le risque systématique mesuré par le Bêta.

**Centre de Recherche en Gestion des Organisation (GREGO)**  
EA 7317 - IAE DIJON

Pôle d'Economie et de Gestion - 2 boulevard Gabriel BP 26611 - F21066 DIJON cedex  
<http://crego.u-bourgogne.fr> - <http://iae.u-bourgogne.fr>

