

Les actionnaires votent-ils socialiste ?

DAVID LE BRIS

Résumé

De manière contre intuitive, entre janvier 1871 et décembre 2008, la rentabilité des actions françaises est bien meilleure sous les gouvernements de gauche. La rentabilité réelle des actions a été de 4,40 % sous la gauche et de 0,11 % sous la droite. Cette différence provient à la fois d'une meilleure rentabilité des actions sous la gauche et d'une plus forte inflation sous la droite. Un constat similaire a déjà été fait aux États-Unis mais avec 1 654 variations mensuelles l'échantillon de cette étude est nettement plus large. Cette profonde différence brute n'a qu'une faible chance d'être le fruit du hasard et n'est pas une compensation pour un risque supérieur sous la gauche. À court terme, le marché réagit positivement à tous les nouveaux gouvernements avec une performance trois fois supérieure à la moyenne. En revanche, il n'anticipe pas les meilleures performances à venir lorsque la gauche arrive au pouvoir. Cette surperformance de la gauche est à chaque fois une agréable surprise. Ainsi, sous la gauche, la part non-anticipée de la rentabilité est nettement positive alors qu'elle est largement négative sous la droite. Mais un contexte macro-économique plus favorable sous la gauche explique 40 % de cette surperformance. De plus, cette

David Le Bris est doctorant en sciences de gestion (Université Paris-Sorbonne et Orléans).

surperformance de la gauche intègre des contre-effets dans les mois qui précèdent les alternances : les actions montent nettement durant les trois mois précédant un basculement à droite et baissent nettement dans le cas inverse. L'impact du facteur politique, inverse de celui attendu, est donc atténué par ces deux contrôles augmentant d'autant la probabilité que le facteur chance soit la seule explication. Ce constat reste lourd d'interrogations pour les actionnaires ou ceux qui veulent atténuer les inégalités provoquées par l'épargne accumulée. Il rappelle aussi aux entreprises qu'elles n'ont que peu à attendre du politique pour agir positivement sur la création de richesse.

Un an après l'arrivée au pouvoir de Nicolas Sarkozy, avant le début de la crise financière, le CAC 40 perdait 25 %. À la fin de l'année 2008, la chute était de 50 %. Personne aujourd'hui n'imagine que l'action du président de la République ou de son Premier ministre joue un rôle autre que marginal dans cette défavorable évolution. Il n'en a pas toujours été ainsi. Lors de l'élection de François Mitterrand en mai 1981, la bourse perd immédiatement 33 % enregistrant ainsi sa pire performance mensuelle depuis 1854. De manière inattendue, le reste du premier septennat du socialiste voit les actions progresser de plus 250 %, et même de 450 % jusqu'à son départ en mai 1995, soit l'une des périodes les plus fastes de l'histoire boursière. Les actionnaires avaient-ils intérêt à voter socialiste en 1981 ?

Il semble pourtant évident qu'un gouvernement de droite est plus attentif aux soucis des entreprises afin d'améliorer l'offre, tandis que la gauche privilégie la demande par une redistribution parfois au détriment des entreprises. C'est probablement le clivage le plus basique entre droite et gauche. Si les politiques gouvernementales peuvent influencer positivement l'activité économique des entreprises, ce clivage fondamental doit se répercuter en bourse. Ces inclinaisons différentes doivent se traduire par de meilleures performances boursières sous la droite que sous la gauche. La relation théorique entre gouvernement de droite et meilleure performance boursière (ou inversement entre gouvernements de gauche et plus mauvaise rentabilité) se vérifie-t-elle ?

En utilisant les données mensuelles d'une récente reconstitution du CAC 40 (Le Bris & Hautcoeur, 2010), la performance moyenne des actions est mesurée sous la gauche et sous la droite depuis le début de la III^e République. Si les taux de dividendes ne sont pas sensiblement différents, le prix des actions progresse plus vite sous la gauche (5,90%/an contre 2,12). À l'inverse, l'inflation est plus forte sous la droite. Au final la rentabilité réelle totale des actions est de 4,40 % sous les gouvernements de gauche contre 0,11 % sous ceux de droite¹. La mesure de la prime de risque par rapport au taux court terme (*excess return*) donne une différence tout aussi favorable à la gauche.

Face à ce résultat contre-intuitif, différents tests de contrôle sont menés. Un classique test de Student indique que la probabilité d'égalité de moyenne sous la gauche et la droite est d'environ 15 % pour la rentabilité réelle. Un « *bootstrap* aléatoire » permet de mesurer de manière fiable la probabilité que la différence observée soit due uniquement au hasard. Il indique seulement 7 %. Quelques périodes exceptionnelles n'expliquent pas cette différence comme le montre la comparaison de deux stratégies d'investissement politiques : acheter des actions sous la gauche et placer sur le taux court terme sous la droite, contre acheter des actions sous la droite et placer au taux à court terme sous la gauche. Cette différence ne provient pas non plus d'une rémunération d'un risque supérieur sous la gauche. Au contraire, le risque est nettement plus faible sous la gauche. En revanche, un contexte macro-économique systématiquement plus favorable à la gauche justifie partiellement un tel écart. Après contrôle pour différentes variables macro-économiques, la différence se réduit mais reste nettement favorable à la gauche. Enfin, une part de la bonne performance de la gauche provient des derniers mois avant un changement à droite et inversement, mais ôter ces derniers mois ne réduit que faiblement la différence observée.

Le facteur politique a donc bien un impact sur la bourse mais dans le sens inverse de celui anticipé. À court terme, un impact politique attendu (selon la théorie d'information incertaine, voir Brown, Harlow & Tinic, 1988) est que le marché apprécie la fin de l'incertitude que constitue la mise en place d'un nouveau gouvernement. Les 150 mois de changements de gouvernements sont effectivement trois fois plus rentables que la moyenne². En revanche, il n'apparaît pas de différence significative entre nouveau gouvernement de gauche ou de droite ni lorsque le gouvernement change de couleur politique. Le marché ne semble donc pas anticiper les meilleures performances à venir avec l'arrivée de la gauche au gouvernement. C'est à chaque fois une « bonne » surprise.

Pour valider si la gauche est systématiquement une agréable surprise pour le marché, les rentabilités boursières sont décomposées entre part attendue et part non-attendue. La rentabilité attendue est celle prévue par une régression sur différentes variables macro-économiques prédictives des cours boursiers. Le résidu (la différence avec la rentabilité réellement observée) constitue la part non-anticipée. Cette rentabilité non-anticipée est négative de 1,4 % sous la droite et positive d'autant sous la gauche. Le marché est donc (systématiquement) positivement surpris par la gauche, et négativement déçu par la droite.

L'influence de la politique sur les actions est le sujet de nombreuses études ces dernières années. Knight (1997) teste si les projets politiques sont capitalisés dans les cours des actions lors de l'élection américaine de 2000. Ayers et *al.* (2005) étudient si les prix des actions reflètent l'incertitude sur la politique fiscale lors de ces mêmes élections. Mattozzi (2008) montre que les investisseurs peuvent se couvrir contre le risque politique d'une hausse de la fiscalité en cas de victoire démocrate en achetant les actions des sociétés qui versent le plus à ce parti. La surperformance de ces entreprises en cas de victoire démocrate compense la hausse d'impôts programmée par ce parti.

La meilleure performance des actions sous la gauche a déjà été plusieurs fois étudiée dans le cas des États-Unis notamment par Riley & Luksetich (1980), Huang (1985) ou Siegel (1988). Un récent article (Santa-Clara et Valkanov, 2003) profite d'un échantillon plus large simplement grâce au temps qui passe. Surtout, il mesure et teste de manière détaillée cette problématique. Il conclut que la nette surperformance des actions sous les Démocrates est une énigme inexplicable. À l'inverse, Döpke & Pierdzioch (2006) ne confirment pas ce constat pour l'Allemagne entre 1960 et 2003. Toutefois, pendant cette courte période, l'Allemagne connaît une politique économique particulièrement consensuelle.

Par rapport au cas américain, la présente étude couvre une période bien plus longue 1871-2008 (1 654 mois) contre seulement 1927-1998 (852 mois) dans l'étude de Santa-Clara & Valkanov (2003). Les États-Unis ont un régime présidentiel. Il n'existe pas de chef de gouvernement mais seulement un Président, dont la stabilité est grande. L'étude de Santa-Clara et Valkanov couvre 18 mandats présidentiels alors qu'en France 157 gouvernements différents se succèdent sur la période. L'échantillon est donc plus large et comporte plus de changements. De plus, l'histoire politique française est marquée par une puissante gauche, notamment communiste, hostile aux marchés financiers qui gouverne à différentes reprises.

Santa-Clara et Valkanov démarrent en 1927 car auparavant la différence Républicains/Démocrates leur apparaît moins marquée. En France, l'opposition paraît plus ancienne. La gauche d'avant 1914 (notamment la gauche radicale) a un respect sacré de la propriété privée et des contrats, dans la droite ligne de la Déclaration universelle des droits de l'homme. Toutefois, l'État n'hésite pas à intervenir. Un bon exemple est celui du chemin de fer. Les concessions des compagnies privées ne sont jamais remises en cause mais l'État s'engage par de multiples subventions et réglementations (notamment pour construire un réseau secondaire non rentable, le plan Freycinet, voir Le Bris, 2009). À l'inverse, aux États-Unis, il faut attendre 1907 pour voir la création d'un office qui réfléchit aux tarifs de chemin de fer.

La section I présente les données politiques et financières. La section II montre les principaux résultats, la probabilité qu'ils soient dus au hasard et leur constance dans le temps. La section III vérifie que cette différence n'est pas une rémunération du risque et seulement partiellement le fruit d'un contexte macroéconomique plus favorable. La section IV illustre que la meilleure performance de la gauche est une surprise systématique car le marché ne salue pas l'élection d'un gouvernement de gauche et une majorité de la différence de rentabilité provient d'une rentabilité inattendue. Enfin, la section V conclut sur ce que peuvent en tirer les acteurs.

Données

Données politiques

Les gouvernements successifs sont classés à droite ou à gauche car cette classification binaire ne semble pas avoir déjà été faite³. C'est la couleur politique du chef de gouvernement qui est utilisée comme critère. 157 gouvernements se succèdent en France entre 1871 et 2008, dirigés par 142 hommes (dont une femme) différents. Parmi ces gouvernements, sept ont une durée de vie inférieure à un mois et ne peuvent être retenus dans cette étude qui utilise des données boursières mensuelles. Sur les 150 gouvernements restants, la durée moyenne est de 11 mois (8 sans la V^e République) avec un maximum de 75 pour Georges Pompidou et, avant la V^e République, 36 pour Waldeck-Rousseau. L'ensemble

des vice-présidents du Conseil⁴, présidents du Conseil, Premiers ministres sont classés de manière binaire gauche/droite (voir en annexe 1).

Le critère gauche/droite utilisé ne correspond pas à une grille constante dans l'analyse des positions mais à l'échiquier politique de l'époque. La société en général a évoluée vers la « gauche » au cours du XX^e siècle. Par exemple, le socialiste Aristide Briand est contre le droit de grève des fonctionnaires en 1910, et la droite très hostile à l'impôt sur le revenu avant 1914. À l'inverse, depuis quelques décennies, un mouvement vers la droite peut probablement être distingué. L'appartenance à tel bord selon les équilibres politiques de l'époque est donc privilégiée par rapport à la recherche d'une hypothétique couleur politique fondamentale.

Avant 1950 et surtout avant 1914, le classement gauche/droite est dans certains cas délicat. Le « sinistrisme » désigne le remplacement progressif des partis de gauche par des partis encore plus à gauche. Au début de la III^e République, la gauche est incarnée par les Républicains face à une droite monarchiste et bonapartiste, mais l'apparition successive de la gauche radicale puis de la gauche socialiste, et enfin communiste, déporte les Républicains et l'ensemble des partis existants vers la droite. Rapidement, la droite est incarnée par les Républicains alors que sa première expression (monarchiste et bonapartiste) devient très minoritaire (Rémond, 1954). De ce fait, les mêmes hommes avec des idées inchangées peuvent se déplacer de la gauche vers la droite de l'échiquier. Les cas litigieux sont toutefois rares et ne doivent pas affecter profondément les résultats.

La répartition temporelle de la gauche et de la droite est assez équilibrée. La droite est au pouvoir environ 51 % du temps. 26 basculements de droite vers la gauche et 25 de gauche vers la droite sont observés.

Données financières

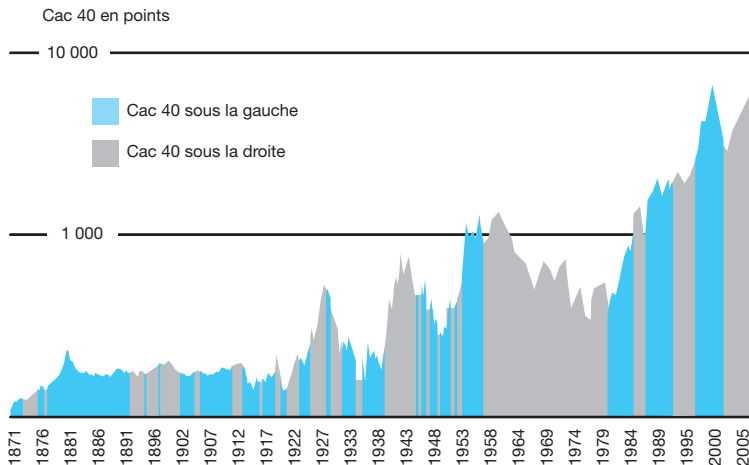
Un nouvel indice mensuel, un CAC 40 historique, des performances boursières est utilisé (Le Bris & Hautcoeur2010). Il permet de mesurer avec précision la rentabilité des actions depuis 1871 et ainsi de comparer la création de richesse par les entreprises sous la gauche et la droite. De 1988 à 2008, c'est le CAC 40 d'Euronext qui est utilisé. De janvier 1871 à juin 2008, 1 654 variations mensuelles

se répartissent entre la droite et la gauche sur le graphique 1. Cette courbe montre également le résultat de la classification gauche/droite retenue.

D'autres données financières sont utilisées. Le taux d'intérêt supporté par les emprunts d'État de long terme et la rentabilité totale d'un placement dans cet actif proviennent également de Le Bris & Hautcoeur (2010). Les taux court terme sont les taux de l'escompte de la Banque de France (série NBER) disponibles en données mensuelles (données annuelles interpolées pour 1914-1925 et 1940-1951). À partir de 1952, le taux utilisé est le taux du marché monétaire (série Banque de France). Les données d'inflation proviennent de Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985) avant 1914, puis de l'INSEE. Une interpolation linéaire est utilisée pour obtenir une série mensuelle à partir de ces données annuelles d'inflation.

Figure 1 : Cours du CAC 40 sous la gauche et la droite

Ce graphique montre le cours du CAC 40 depuis 1871. Les 1 000 points arbitrairement définis par Euronext le 1^{er} janvier 1988 constituent la base. Le CAC 40 reconstitué pour la période antérieure à 1988 indique 104 points en janvier 1871. Les gouvernements de gauche et de droite alternent à 26 reprises.



Principaux résultats

La rentabilité des actions est nettement plus forte sous la gauche

La rémunération de l'actionnaire se compose de deux parties. La première est le dividende perçu dans l'année. Il est mesuré en pourcentage du prix des actions en début de période. Ce taux de dividende est différent selon les gouvernements (3,91 % sous la gauche contre 3,53 % sous la droite). La seconde partie de la rémunération consiste en une variation de prix (plus ou moins value), c'est cette partie, plus volatile, qui apparaît sur le graphique 1. La différence devient ici sensible. Les prix progressent de 5,92 % en moyenne arithmétique mensuelle annualisée sous la gauche, contre seulement 2,12 % sous la droite. La somme du taux de dividende et de la variation de prix constitue la rentabilité totale nominale. Elle est donc nettement supérieure sous la gauche (9,80 % contre 5,65 %, voir table 1).

$$\text{Taux de dividende} = \frac{\text{dividende}}{P_t} \quad (1)$$

$$\text{Variation de cours} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (2)$$

$$\text{Rentabilité totale nominale} = \frac{\text{dividende} + P_t - P_t}{P_t} \quad (3)$$

L'actionnaire s'intéresse plus à la rentabilité réelle qu'à la rentabilité nominale. En effet, ce qui importe, c'est ce que son investissement lui permet d'acheter en plus ou en moins. Il est donc nécessaire de tenir compte de l'inflation du prix des biens et services. À l'inverse du prix des actions, l'inflation est plus rapide sous la droite (5,61 %) que sous la gauche (5,46 %). La différence entre droite et gauche est donc accentuée pour la rentabilité réelle. Au final, la rentabilité totale réelle des actionnaires est de 4,40 % sous les gouvernements classés à gauche contre 0,11 % sous les gouvernements de droite.

$$\text{Rentabilité totale réelle} = \frac{(\text{rentabilité totale nominale}) + I}{(\text{taux d'inflation}) + 1} \quad (4)$$

Un autre ajustement de la rentabilité nominale consiste à mesurer la prime de risque (*excess return*). Cette prime est obtenue en déduisant de la rentabilité totale

nominale des actions, la rentabilité autorisée par un placement hypothétiquement sans risque. Cet actif est approché par le taux court terme. La prime de risque est le supplément de rentabilité offert à l'investisseur qui accepte de supporter le risque des actions. Cet *excess return* suppose que l'investisseur est de toute façon exposé au risque d'inflation, mais qu'il arbitre entre un placement sans risque et les actions. Cet indicateur évite de recourir à des taux d'inflation discutables lorsqu'ils dépassent les 50 %, comme de 1946 à 1948, surtout lorsqu'il s'agit de réaliser des calculs mensuels basés sur des données annuelles. Comme pour la rentabilité réelle, la prime de risque est nettement plus importante sous la gauche que sous la droite. L'*excess return* est de 5,48 % sous la gauche contre 1,18 % sous la droite. Santa Clara et Valkanov (2003) font un constat similaire aux États-Unis avec une différence de 9 % en faveur des Démocrates, mais avec une rentabilité moyenne des actions plus élevée qu'en France.

$$\text{Excess Return} = \text{Rentabilité totale nominale} - \text{Rentabilité taux court terme} \quad (5)$$

Un dernier élément serait à prendre en compte : les taux d'imposition de ces rentabilités. Mais ces taux sont difficiles à quantifier, très fluctuants dans le temps, différents pour les dividendes et les gains en capital ; de plus l'impôt sur le revenu varie selon les situations individuelles. Parvenir à une correcte mesure de l'imposition ne changerait pas les résultats, car la rentabilité réelle sous la droite est proche de zéro. En effet, en admettant que l'imposition soit plus forte sous la gauche, il est préférable de payer plus d'impôts sur un gain que de ne pas en enregistrer. De plus, à cause de l'inflation, l'imposition réelle est probablement plus forte sous la droite. En effet, l'impôt est calculé sur une rentabilité nominale, et s'applique donc même si la rentabilité réelle avant impôt est négative⁵. Avec une inflation plus forte, cet effet biaisé doit être plus pénalisant sous la droite.

Cette surperformance ne semble pas due au hasard

Compte tenu de la nature contre intuitive de ces résultats, différentes vérifications statistiques s'imposent. La première consiste à effectuer un classique test de Student⁶ sur chaque paire de série gauche et droite pour savoir dans quelle mesure elles sont susceptibles d'avoir une moyenne identique. L'hypothèse d'une

moyenne égale sous la gauche et la droite peut être rejetée (à 5 %) que pour les taux de dividende. En revanche, pour les variations de cours, la rentabilité nominale et l'*excess return*, une égalité de moyenne ne peut être fortement rejetée selon ce test.

Afin de préciser la solidité statistique des résultats, une procédure de « *bootstrap* aléatoire » permet de connaître la probabilité que la différence observée entre la droite et la gauche soit due au seul hasard. Pour chaque série de rentabilités étudiée, 10 000 rééchantillonnages aléatoires sont effectués. Concrètement, les 1 654 performances mensuelles sont attribuées à la gauche ou à la droite de

Tableau 1 : Performance des actions française sous la gauche et la droite

La rentabilité nominale des actions se compose du taux de dividende et des variations de cours. La rentabilité réelle est obtenue en « déduisant » le taux d'inflation, l'*excess return* en déduisant le taux court terme. G désigne les rentabilités sous la gauche, D sous la droite et Diff, la différence est G-D. Le T-test (bilatéral ajusté pour l'hétéroscédasticité) est celui de l'hypothèse nulle qu'il n'y a pas de différence de rentabilité moyenne. Le « *bootstrap* aléatoire » désigne la probabilité que cette différence provienne d'un simple hasard.

	Variation de cours			Taux de dividende			Rentabilité nominale		
	G	D	Diff.	G	D	Diff.	G	D	Diff.
moyenne arithmétique	5,90	2,12	3,78	3,91	3,53	0,38	9,80	5,65	4,15
p-value p-test			20,22			0,00			16,15
bootstrap aléatoire			9,50			0,00			7,52
moyenne géométrique	4,54	0,44	4,10				8,45		4,47
p-value p-test			16,78					3,97	13,27
bootstrap aléatoire			7,78						6,14
écart type	16,49	18,36	- 1,98	4,58	5,78	- 1,20	16,38	18,39	- 2,01
				Taux d'inflation			Rentabilité réelle		
				G	D	Diff.	G	D	Diff.
moyenne arithmétique				5,46	5,61	- 0,15	4,40	0,11	4,29
p-value p-test						76,14			14,92
bootstrap aléatoire						61,62			7,03
moyenne géométrique							3,05	- 1,56	4,61
p-value p-test									12,29
bootstrap aléatoire									5,77
écart type				2,89	2,86	0,04	16,48	18,41	- 1,92
				Taux court terme			Excess Return		
				G	D	Diff.	G	D	Diff.
moyenne arithmétique				4,33	4,47	- 0,14	5,48	1,18	4,29
p-value p-test						32,90			14,76
bootstrap aléatoire						83,64			6,89
moyenne géométrique							4,12	- 0,50	4,82
p-value p-test									12,09
bootstrap aléatoire									5,77
écart type				0,93	0,79	0,13	16,51	18,42	- 1,91

manière purement aléatoire, et cette attribution aléatoire est réalisée 10 000 fois selon des combinaisons différentes. Il est ainsi calculé 10 000 moyennes aléatoires pour la gauche et la droite. Par la loi des grands nombres, ces moyennes sont en moyenne égales. Pour les 10 000 combinaisons, la différence de moyenne est ensuite calculée. Le nombre de cas aléatoires de différences supérieures ou égales à celle réellement observée est rapporté à 10 000 pour connaître la probabilité qu'une telle différence soit le fruit du hasard.

Cette méthode donne des résultats très solides pour mesurer la probabilité d'un simple effet de la chance. La différence de rentabilité réelle entre gauche et droite n'a que 7,03% de chance d'être due au hasard, et même 5,77% en moyenne géométrique. La différence observée sur l'*excess return* ne se produit que dans 6,89% des cas aléatoire. Voir table 1.

Stratégie d'investissement politique et stabilité de l'écart

L'idée d'un possible décalage entre les décisions politiques et leurs résultats en bourse ne peut être retenue. Selon la théorie, presque unanimement largement acceptée, de l'efficience informationnelle des marchés financiers (Fama, 1991), le prix intègre immédiatement toutes les nouvelles informations disponibles. Est ainsi valorisé de manière optimale tout ce qui peut être anticipé et probabilisé, y compris bien sûr les décisions politiques. Le prix ne varie qu'en fonction des informations nouvelles qui ne peuvent pas être probabilisées, c'est-à-dire de ce qui est aléatoire, origine de la marche aléatoire des variations de cours (Malkiel, 2003).

La profonde différence de performance sous la droite et sous la gauche peut s'illustrer par une stratégie d'investissement politique. Deux stratégies opposées sont étudiées :

- 1) Achat d'actions lorsque la gauche gouverne et placement au taux court terme lorsque c'est la droite ;
- 2) Achat d'actions lorsque la droite gouverne et placement au taux court terme lorsque c'est la gauche.

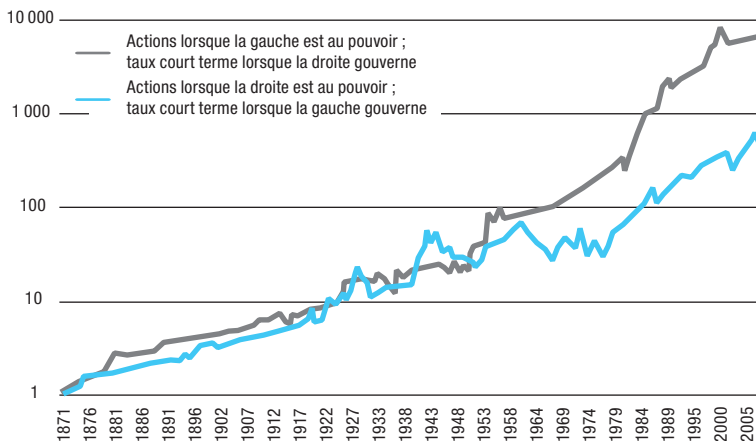
Les résultats de ces deux stratégies divergent profondément. Avec 1 placé en 1871, la valeur finale est de 6 693 pour l'achat d'actions sous la gauche et de

seulement 299 pour l'investissement en actions sous la droite. Ces calculs sont réalisés en valeur nominale, c'est-à-dire sans tenir compte de l'inflation. Avec cette dernière l'écart est encore plus important, car nous avons vu que l'inflation est plus élevée sous la droite que sous la gauche.

La figure 2 présente les deux stratégies d'investissement et permet de constater que la différence est relativement stable. Les années 1980 sont particulièrement favorables aux actions, alors que la gauche est au pouvoir. De même, la droite gouverne dans les années 1960 qui sont très défavorables à la bourse. Mais la divergence entre les deux stratégies débute dès le xix^e siècle. La stratégie actions sous la droite repasse devant seulement provisoirement au cours de la Seconde Guerre mondiale. En effet, les actions connaissent alors un sommet très artificiel en 1943. Elles sont poussées à la hausse par l'immense création monétaire, qui incite à chercher des actifs réels pour fuir l'inflation.

Figure 2 : Stratégies d'investissement politique

Cette figure montre le résultat d'un franc placé en actions sous la gauche et au taux court terme sous la droite, contre le résultat d'un franc placé en action sous la droite et au taux court terme sous la gauche. La stratégie action sous la gauche est meilleure dans de nombreuses périodes et creuse l'écart dans la durée.



Tests de contrôle

Le supplément de rentabilité sous la gauche n'est pas une rémunération du risque

En finance, la rentabilité est la contrepartie du risque. Il est cohérent d'observer des performances supérieures lorsque le risque est aussi plus élevé. Ce risque est mesuré par l'écart-type des rentabilités. Cette explication peut être rejetée car le risque sous la gauche est nettement inférieur à celui observé sous la droite. L'écart-type de la rentabilité réelle et de l'*excess return* est d'un tiers supérieur sous la droite à ce qu'il est sous la gauche (voir table 1). Autrement dit, la rentabilité des actions est inférieure sous la droite alors que le risque supporté par les investisseurs est plus élevé. Ce risque supérieur creuse encore l'écart entre gauche et droite, si l'on cherche à mesurer la rémunération du risque pris plutôt que la seule rentabilité apparente.

Le ratio de Sharpe combine rentabilité et risque en donnant une mesure de la rémunération de chaque unité de risque. Comme pour l'*excess return*, la rentabilité obtenue sans risque est déduite de celle des actions pour obtenir la rémunération du seul risque. Puis, cet *excess return* est divisé par le risque effectivement pris mesuré par l'écart-type. Appréhendée de cette manière, la performance sous la droite est encore bien pire, car un risque plus élevé se combine à une rentabilité inférieure. Le Sharpe sous la gauche est 0,33, contre seulement 0,06 sous la droite. Le risque pris par les actionnaires n'est que très faiblement rémunéré sous la droite.

$$\text{Sharpe} = \frac{\text{Rentabilité totale nominale} - \text{Rentabilité sans risque}}{\text{Écart-type de la rentabilité totale nominale}} \quad (6)$$

Le supplément de rentabilité sous la gauche n'est pas le résultat du contexte économique

La rémunération plus élevée sous la gauche n'est pas non plus le résultat d'un contexte économique plus favorable. La couleur du gouvernement n'est pas une simple *proxy* de l'activité économique générale. Les rentabilités boursières sont

affectées par les variations de l'activité économique (Fama, 1989 ou Campbell, Lo et MacKinley, 1997). Si la couleur politique est corrélée avec le cycle des affaires, la corrélation observée avec les performances boursières peut n'être qu'indirecte. Différentes variables macroéconomiques sont connues pour pouvoir partiellement prévoir les cours de bourse : le taux de dividende, les taux long terme, le taux d'inflation, le *spread* de terme sur les taux (différence entre le taux long terme et le taux court terme) et le taux court terme relatif (différence entre le taux court terme et sa moyenne mobile sur une année)⁷.

Pour isoler l'influence du gouvernement du contexte macro-économique, ces cinq indicateurs macro-économiques sont utilisés comme variables de contrôle. Tout d'abord, il convient de noter que les moyennes observées de rentabilité sous la gauche et la droite sont les coefficients β (augmentés de la constante) obtenus en régressant pour la gauche puis la droite l'équation suivante avec la mesure de performance noté par r_{t+i} , et la variable politique par πt qui est une *dummy variable*.

$$r_{t+i} = \alpha + \beta\pi_t + u_{t+i} \quad (7)$$

Cette équation est augmentée par Xt qui est un vecteur contenant les cinq variables macro-économiques connues pour influencer les rentabilités boursières. Si les variables politiques contiennent uniquement des informations déjà identifiées par le contexte macro-économiques, alors le coefficient β ⁸ sera proche de 0 dans l'équation ci-dessous.

$$r_{t+i} = \alpha + \beta\pi_t + \gamma'Xt + u_{t+i} \quad (8)$$

La mesure de performance utilisée est l'*excess return* mesuré en logarithme (moyenne géométrique). À contexte macroéconomique identique, la différence entre la gauche et la droite se réduit mais demeure sensible⁹. Sous la gauche l'*excess return* ajusté est de 8,33 %, tandis que sous la droite il n'est que de 5,46 %. La différence n'est plus que de 2,87 %, soit près de 38 % de moins que celle observée sur les données non ajustées. Un *bootstrap* aléatoire indique qu'il n'y a encore qu'une probabilité de 15,38 % que cette différence ajustée de 2,87 % soit le fruit du simple hasard.

La forte rentabilité sous la gauche est inattendue

Le marché apprécie le changement de gouvernement

Les variations de cours sont étudiées le mois du changement de gouvernement. Depuis 1871, la variation moyenne de cours sur les 1 654 mois est de 0,33 % (valeur non annualisée). Les 150 mois qui voient les gouvernements changer présentent une hausse moyenne de 0,92 % et même de 1,15 % sans le mois de mai 1981¹⁰. Le marché réagit donc de manière nettement positive, avec une performance moyenne triple lors des changements de gouvernements. Ce résultat se fonde sur un nombre important d'observations (150). Cette meilleure performance est cohérente avec l'idée selon laquelle un changement de gouvernement met fin à une certaine incertitude qui a un coût pour les investisseurs (Bown, Harlow, Tinic, 1988). Ce constat confirme Pantzalis, Stangeland et Turtle (2000). Ces derniers trouvent une réaction positive de la bourse dans les périodes d'élections à travers 33 pays entre 1974 et 1995. En revanche, il n'apparaît pas de différence significative entre l'effet d'un nouveau gouvernement de droite et celui d'un nouveau gouvernement de gauche, même si une prime semble être accordée à la droite (voir tableau 2).

Pour les alternances gouvernementales, les résultats sont également mitigés. Lorsque le gouvernement passe de gauche à droite, la hausse moyenne est de 1,08 %. Lorsque la gauche remplace la droite au pouvoir, la hausse moyenne est de 0,24 %. En excluant mai 1981, la hausse moyenne est de 1,62 %. Il ne semble donc pas que le marché intègre les meilleures performances à venir lorsque la gauche arrive au pouvoir. La surperformance observée durant les gouvernements de gauche devrait justifier une réaction nettement positive lorsqu'ils arrivent au pouvoir. La taille de l'échantillon est limitée, car seulement 26 passages de gauche à droite et 25 de droite à gauche sont enregistrés. Il est donc délicat de tirer des conclusions définitives de ces observations, mais elles confirment les constats de Santa-Clara et Valkanov (2003). Le marché est à chaque fois agréablement surpris par la gauche. Ce caractère surprise des performances sous la gauche est également confirmé par le test suivant.

Tableau 2 : Moyennes des variations mensuelles du Cac 40 lors de la mise en place des gouvernements

Ce tableau montre la moyenne et l'écart-type des variations de cours du Cac 40 en mensuelles non annualisées. Il présente la moyenne de tous les mois et celle observée lorsqu'un nouveau gouvernement est nommé et selon sa couleur. Les mois d'élection sont nettement favorables à la bourse (0,92 % en moyenne contre 0,33 % en temps normal), quelle que soit la couleur du gouvernement élu. Il présente aussi la moyenne de variation lors des 25 alternances : le marché salue l'arrivée de la droite. Le T-test (bilatéral ajusté pour l'hétéroscédasticité) est celui de l'hypothèse nulle qu'il n'y a pas de différence de variations de cours. Sa valeur limite la solidité de ces résultats.

	tous mois	nouveau gouvernement				alternance		
		tous	gauche	droite	diff.	gauche	droite	diff.
moyenne	0,33	0,92	0,82	1,06	- 0,24	0,24	1,08	- 0,83
écart type	5,03	6,57	6,34	6,91		8,10	5,36	
T-Test (p-value)		28,52			82,67			66,81

En revanche, le marché réagit comme attendu dans les mois précédents les alternances. Lorsque la gauche remplace la droite, les actions baissent de 0,62 % en moyenne sur les trois mois précédents. À l'inverse, lorsque la droite va remplacer la gauche, la bourse progresse en moyenne de 0,60 %. Cette différence apparaît solide avec un t-test de 14,75 % (non présenté sous forme de table). Ainsi, une partie de la bonne performance observée sous la gauche provient des trois derniers mois qui intègrent l'anticipation de son remplacement par la droite. Inversement, la mauvaise évolution de la bourse sous la droite s'explique partiellement par les trois mauvais mois qui précèdent l'arrivée de la gauche. Afin de mesurer l'impact de ce contre-effet, la moyenne des variations de cours des actions sous la gauche et la droite est recalculée en excluant les trois mois qui précèdent le changement de couleur. L'effet est sensible car la moyenne arithmétique des variations de cours mensuelles annualisée des actions sous la gauche baisse de 5,90 à 5,47 %. À l'opposé, sous la droite la hausse moyenne passe de 2,12 à 3,05 %. La différence en faveur de la gauche reste toutefois très nette.

Rentabilité attendue contre rentabilité inattendue

Les cinq variables macroéconomiques utilisées plus haut permettent de décomposer la rentabilité boursière entre rentabilité attendue et inattendue. Avec une

simple régression des variables macroéconomiques sur les rentabilités (« *excess return* » mesuré en logarithme) selon l'équation (9), il est possible de prendre les rentabilités prévues ($\alpha + \gamma' X_t$) pour la partie attendue et les résidus de la régression (u_{t+1}) comme la partie inattendue (ce test s'inspire également de Santa Clara et Valkanov, 2003).

$$r_{t+1} = \alpha + \gamma' X_t + u_{t+1} \quad (9)$$

Chaque mois, la partie attendue et non attendue de la rentabilité est analysée puis classée selon le critère politique. Les résultats de cette analyse peuvent être critiqués, car les rentabilités anticipées ne sont que mal capturées par les variables macroéconomiques avec un R^2 inférieur à 0,1 (similaire à celui trouvé par Santa Clara et Valkanov). Ce test donne toutefois un indicateur intéressant grâce au grand nombre de mois étudiés.

Compte tenu de la situation macroéconomique, l'*excess return* attendu sous la gauche est de 2,69 % et de seulement 0,86 % sous la droite. Ce contexte moins favorable sous la droite est cohérent avec le fait que la différence droite/gauche se réduit lorsque l'on tient compte des variables macro-économiques (voir en 3.2). Finalement, c'est une rentabilité de 4,12 % qui est observée sous la gauche (d'où 1,43 % inattendue) et de -0,50 sous la droite (soit - 1,36 % inattendue). C'est donc comme si le marché était agréablement surpris par la gauche et souvent déçu par la droite, avec une différence de 2,79 en faveur de la gauche. La différence observée selon la couleur du gouvernement provient pour 60 % (2,79/4,62) d'une meilleure performance inattendue sous la gauche, et donc seulement pour un gros tiers du contexte macro-économique plus favorable à la gauche.

Tableau 3 : Rentabilité attendue contre inattendue

Ce tableau montre la décomposition de la rentabilité mensuelle entre rentabilité attendue selon les indicateurs macro-économiques pris comme variables explicatives dans une régression et la part inattendue. Cette part inattendue est la différence entre la rentabilité effectivement observée est celle prévue par les paramètres tirés de la régression. Le T-test (bilatéral ajusté pour l'hétéroscédacité) est celui de l'hypothèse nulle qu'il n'y a pas de différence de rentabilité.

	Attendu (I)			Excess Return Inattendu (II)			Réalisé (I + II)		
	G	D	Diff.	G	D	Diff.	G	D	Diff.
moyenne annualisée	2,69	0,86	1,83	1,43	- 1,36	2,79	4,12	- 0,50	4,62
p-value p-test			0,00			0,35			0,00

Conclusion

Le marché financier est sensible au facteur politique mais dans le sens inverse de celui anticipé. À court terme, la bourse salue tous les changements de gouvernements en progressant trois fois plus vite qu'en temps normal car ils mettent fin à une incertitude. Mais sur le long terme, la rentabilité des actions est meilleure sous la gauche que sous la droite. Cette surperformance ne s'explique pas par un risque plus élevé et ne semble pas être le fruit du hasard. Elle n'est jamais anticipée, constituant une agréable surprise renouvelée alors que la droite déçoit tout aussi régulièrement.

Ce surprenant constat reste en grande partie sans explication... Au pire, le facteur politique joue effectivement dans le sens inverse de celui anticipé. On pourrait alors en conclure que les actionnaires ont intérêt à voter socialiste, et ceux qui veulent atténuer les inégalités provenant de la propriété du capital devraient voter à droite. Toutefois, une partie de la différence provient du fait que les actions connaissent une meilleure performance dans les trois derniers mois de gauche en anticipant l'alternance et inversement. De plus, cette différence de rentabilité (sans tenir compte du contre effet des trois derniers mois) se réduit de 40 % lorsque l'on tient compte du contexte macro-économique qui est en général plus favorable sous la gauche. La simple chance a alors plus de probabilité d'expliquer cette surperformance. Dans tous les cas, du point de vue des entreprises, certaines bénéficient manifestement de choix politiques lorsqu'elles obtiennent contrat ou subvention mais globalement elles ne profitent pas de l'attention affichée par la droite. Ces constats impliquent qu'il est illusoire d'attendre d'un gouvernement *a priori* mieux disposé de plus grand succès économiques.

NOTES

1. La rentabilité moyenne des actions françaises est nettement inférieure à celle observée aux États-Unis qui est parfois prise comme une observation généralisable, voir Le Bris D. et Hautcoeur P.-C., “Challenge to Triumphant Optimist. A new Index for the Paris Stock-Exchange (1854-2007)”, *Financial History Review*, 17.2, 2010, ou Le Bris D. « L'épargne en valeurs mobilières françaises depuis 150 ans » in Thesmar D. et Garnier O., « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », *Rapport du Conseil d'analyse économique*, 2009, p. 96-109.
2. Et même quatre fois plus en excluant l'exceptionnelle baisse enregistrée en mai 1981.
3. Merci à Laurent de Boissieu du site france-politique.fr.
4. Terme utilisé avant 1876 et pendant le régime de Vichy, le Président étant le chef de l'État.
5. L'inflation peut entraîner un taux d'imposition réel plus élevé que le facial. Un commerçant achète un produit puis le revend un an plus tard pour une valeur réelle identique : il n'a pas gagné d'argent mais si entre-temps l'inflation est de 10 %, il dégage une marge apparente soumise à l'impôt. Le taux réel de l'impôt augmente donc avec l'inflation.
6. Une moyenne identique implique que la couleur du gouvernement en place n'a pas d'impact sur les performances.
7. Cette démarche est proposée par Santa Clara et Valkanov (2003).
8. Pour obtenir des coefficients β directement comparables aux moyennes précédemment présentées, toutes les variables macroéconomiques de contrôles sont démoymonnées.
9. Voir en annexe 2, le détail de la régression. La totalité du contexte macro-économique n'est probablement pas captée par les variables utilisées.
10. L'élection de François Mitterrand en mai 1981 constitue la pire variation mensuelle de l'histoire boursière avec -32,79 % à cause d'une élection à l'issue incertaine et d'un programme ouvertement hostile aux entreprises cotées.

BIBLIOGRAPHIE

- Brown K.C., Harlow W.V., Tinic S.M.**, “Risk Aversion, Uncertain Information and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 22, 1988, 355-385
- Campbell J., MacKinley A. Lo et C.**, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997
- Fama E.**, “Efficient Capital Market : II”, *Journal of Finance*, 46, 1991, 1575-1648
- Fama E. et Kenneth F.**, “Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, 23-49
- Lévy-Leboyer M. et Bourguignon F.**, *L'économie française au XIX^e siècle, analyse macro-économique*, Economica, 1985
- Le Bris D.**, « L'épargne en valeurs mobilières françaises depuis 150 ans » dans : Thesmar D. et O. Garnier, « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », *Rapport du Conseil d'analyse économique*, 2009, p.96-109
- Le Bris D.**, “Les grands travaux du plan Freycinet : de la subvention à la Dépression ?”, *14th Congress of Accounting and Management History and Academy of Accounting Historians 2009 Research Conference*
- Le Bris D. et Hautcœur P.-C.**, “Challenge to the Triumphant Optimist: A new index for the Paris stock-exchange (1854-2007)”, *Financial History Review*, 17.2, 2010
- Pantzalis C., Stangeland D.A., Turtle H.J.**, “Political Elections and the Resolution of Uncertainty: the International Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 24, 2000, 1575-1604
- Santa-Clara P et Valkanov R.**, “The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market”, *Journal of Finance*, 58, 2003, 1841-1872
- Huang R.**, “Common stock returns and presidential elections”, *Financial Analyst Journal*, 41.2, 1985
- Malkiel B. G.**, *A Random Walk Down Wall Street*, Norton, New York, 2003
- Riley W., Luksetich W.**, “The Market Prefers Republicans: Myth or Reality”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September 1980
- Rémond R.**, *La Droite en France de 1815 à nos jours. Continuité et diversité d'une tradition politique*, Aubier-Montaigne, 1954

Annexe 1 : Liste des chefs de gouvernement, de leur parti et de leur appartenance gauche/droite

				G	D
19 févr. 1871	24 mai 1873	Jules-Armand Dufaure	Centre gauche	■	
24 mai 1873	24 nov. 1873	Albert de Broglie	Centre droit		■
26 nov. 1873	18 mai 1874	Albert de Broglie	Centre droit		■
22 mai 1874	10 mars 1875	Ernest Courtot de Cissey	Centre droit		■
10 mars 1875	23 févr. 1876	Louis-Joseph Buffet	Centre droit		■
9 mars 1876	12 déc. 1876	Jules-Armand Dufaure	Centre gauche	■	
12 déc. 1876	17 mai 1877	Jules Simon	Gauche républicaine	■	
17 mai 1877	23 nov. 1877	Albert de Broglie	Centre droit		■
23 nov. 1877	13 déc. 1877	G. de Grimaudet de Rochebouët			■
13 déc. 1877	4 févr. 1879	Jules-Armand Dufaure	Centre gauche	■	
4 févr. 1879	28 déc. 1879	William Henry Waddington	Centre gauche	■	
28 déc. 1879	23 sept. 1880	Charles de Freycinet	Gauche républicaine	■	
23 sept. 1880	14 nov. 1881	Jules Ferry	Gauche républicaine	■	
14 nov. 1881	30 janv. 1882	Léon Gambetta	Union républicaine	■	
30 janv. 1882	7 août 1882	Charles de Freycinet	Gauche républicaine	■	
7 août 1882	29 janv. 1883	Charles Duclerc	Gauche républicaine	■	
29 janv. 1883	21 févr. 1883	Armand Fallières	Union démocratique	■	
21 févr. 1883	6 avr. 1885	Jules Ferry	Union démocratique	■	
6 avr. 1885	7 janv. 1886	Henri Brisson	Gauche radicale	■	
7 janv. 1886	11 déc. 1886	Charles de Freycinet	Gauche républicaine	■	
11 déc. 1886	30 mai 1887	René Goblet	Union des gauches	■	
30 mai 1887	12 déc. 1887	Maurice Rouvier	Union des gauches	■	
12 déc. 1887	3 avr. 1888	Pierre Tirard	Union des gauches	■	
3 avr. 1888	22 févr. 1889	Charles Floquet	Gauche radicale	■	
22 févr. 1889	17 mars 1890	Pierre Tirard	Gauche républicaine	■	
17 mars 1890	27 févr. 1892	Charles de Freycinet	Gauche républicaine	■	
27 févr. 1892	6 déc. 1892	Émile Loubet	Gauche républicaine	■	
6 déc. 1892	11 janv. 1893	Alexandre Ribot	Union des gauches	■	
11 janv. 1893	4 avr. 1893	Alexandre Ribot	Union des gauches	■	
4 avr. 1893	3 déc. 1893	Charles Dupuy	Rép. de gouvernement		■
3 déc. 1893	30 mai 1894	Jean Casimir-Perier	Rép. de gouvernement		■
30 mai 1894	1 ^{er} juil. 1894	Charles Dupuy	Rép. de gouvernement		■
1 ^{er} juil. 1894	26 janv. 1895	Charles Dupuy	Rép. de gouvernement		■
26 janv. 1895	1 ^{er} nov. 1895	Alexandre Ribot	Rép. de gouvernement		■
1 ^{er} nov. 1895	29 avr. 1896	Léon Bourgeois	Radical-socialiste	■	
29 avr. 1896	28 juin 1898	Jules Méline	Rép. de gouvernement		■
28 juin 1898	1 ^{er} nov. 1898	Henri Brisson	Gauche démocratique	■	
1 ^{er} nov. 1898	18 févr. 1899	Charles Dupuy	Rép. progressistes		■
18 févr. 1899	22 juin 1899	Charles Dupuy	Rép. progressistes		■
22 juin 1899	7 juin 1902	Pierre Waldeck-Rousseau	Union républicaine		■
7 juin 1902	24 janv. 1905	Émile Combes	Parti radical	■	
24 janv. 1905	18 févr. 1906	Maurice Rouvier	Union républicaine		■
18 févr. 1906	14 mars 1906	Maurice Rouvier	Union républicaine		■
14 mars 1906	25 oct. 1906	Ferdinand Sarrien	Parti radical	■	
25 oct. 1906	24 juil. 1909	Georges Clémenceau	Parti radical	■	
24 juil. 1909	3 nov. 1910	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		■
3 nov. 1910	2 mars 1911	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		■
2 mars 1911	27 juin 1911	Ernest Monis	Parti radical		■
27 juin 1911	14 janv. 1912	Joseph Caillaux	Parti radical		■
14 janv. 1912	21 janv. 1913	Raymond Poincaré	Alliance démocratique		■
21 janv. 1913	18 févr. 1913	Aristide Briand	Parti républicain socialiste	■	
18 févr. 1913	22 mars 1913	Aristide Briand	Parti républicain socialiste	■	

IMPERTINENCES 2010

				G	D
22 mars 1913	9 déc. 1913	Louis Barthou	Alliance démocratique		
9 déc. 1913	9 juin 1914	Gaston Doumergue	Parti radical		
13 juin 1914	26 août 1914	René Viviani	Parti républicain socialiste		
26 août 1914	29 oct. 1915	René Viviani	Parti républicain socialiste		
29 oct. 1915	12 déc. 1916	Aristide Briand	Non inscrit		
12 déc. 1916	20 mars 1917	Aristide Briand	Non inscrit		
20 mars 1917	12 sept. 1917	Alexandre Ribot	Union républicaine		
12 sept. 1917	16 nov. 1917	Paul Painlevé	Parti républicain socialiste		
16 nov. 1917	20 janv. 1920	Georges Clemenceau	Parti radical		
20 janv. 1920	18 févr. 1920	Alexandre Millerand	Ligue républicaine rationnelle		
18 févr. 1920	24 sept. 1920	Alexandre Millerand	Ligue républicaine rationnelle		
24 sept. 1920	16 janv. 1921	Georges Leygues	Alliance démocratique		
16 janv. 1921	15 janv. 1922	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		
15 janv. 1922	29 mars 1924	Raymond Poincaré	Alliance démocratique		
29 mars 1924	9 juin 1924	Raymond Poincaré	Alliance démocratique		
14 juin 1924	17 avr. 1925	Édouard Herriot	Parti radical		
17 avr. 1925	29 oct. 1925	Paul Painlevé	Parti républicain socialiste		
29 oct. 1925	28 nov. 1925	Paul Painlevé	Parti républicain socialiste		
28 nov. 1925	9 mars 1926	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		
9 mars 1926	23 juin 1926	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		
23 juin 1926	19 juil. 1926	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		
23 juil. 1926	11 nov. 1928	Raymond Poincaré	Alliance démocratique		
11 nov. 1928	29 juil. 1929	Raymond Poincaré	Alliance démocratique		
29 juil. 1929	3 nov. 1929	Aristide Briand	Parti républicain socialiste		
3 nov. 1929	21 févr. 1930	André Tardieu	Alliance démocratique		
21 févr. 1930	2 mars 1930	Camille Chautemps	Parti radical		
2 mars 1930	13 déc. 1930	André Tardieu	Alliance démocratique		
13 déc. 1930	27 janv. 1931	Théodore Steeg	Parti radical		
27 janv. 1931	13 juin 1931	Pierre Laval	Non inscrit		
13 juin 1931	14 janv. 1932	Pierre Laval	Non inscrit		
14 janv. 1932	20 févr. 1932	Pierre Laval	Non inscrit		
20 févr. 1932	10 mai 1932	André Tardieu	Alliance démocratique		
10 mai 1932	3 juin 1932	André Tardieu	Alliance démocratique		
3 juin 1932	17 déc. 1932	Édouard Herriot	Parti radical		
17 déc. 1932	30 janv. 1933	Joseph Paul-Boncour	Parti républicain socialiste		
30 janv. 1933	24 oct. 1933	Édouard Daladier	Parti radical		
26 oct. 1933	25 nov. 1933	Albert Sarraut	Parti radical		
25 nov. 1933	30 janv. 1934	Camille Chautemps	Parti radical		
30 janv. 1934	9 févr. 1934	Édouard Daladier	Parti radical		
9 févr. 1934	8 nov. 1934	Gaston Doumergue	Parti radical		
8 nov. 1934	1 ^{er} juin 1935	Pierre-Étienne Flandin	Alliance démocratique		
7 juin 1935	24 janv. 1936	Pierre Laval	Non inscrit		
24 janv. 1936	4 juin 1936	Albert Sarraut	Parti radical		
4 juin 1936	22 juin 1937	Léon Blum	SFIO		
22 juin 1937	18 janv. 1938	Camille Chautemps	Parti radical		
18 janv. 1938	14 mars 1938	Camille Chautemps	Parti radical		
14 mars 1938	10 avr. 1938	Léon Blum	SFIO		
10 avr. 1938	11 mai 1939	Édouard Daladier	Parti radical		
11 mai 1939	14 sept. 1939	Édouard Daladier	Parti radical		
14 sept. 1939	21 mars 1940	Édouard Daladier	Parti radical		
21 mars 1940	7 juin 1940	Paul Reynaud	Alliance démocratique		
15 juin 1940	12 juil. 1940	Philippe Pétain			
10 juil. 1940	13 déc. 1940	Pierre Laval			
13 déc. 1940	9 févr. 1940	Pierre-Étienne Flandin			
9 févr. 1941	18 avr. 1942	François Darlan			

				G	D
18 avr. 1942	19 août 1944	Pierre Laval			
19 août 1944	26 janv. 1946	Charles de Gaulle	Non inscrit		
26 janv. 1946	24 juin 1946	Félix Gouin	SFIO	■	
24 juin 1946	16 déc. 1946	Georges Bidault (par interim)	MRP		■
16 déc. 1946	22 janv. 1947	Léon Blum	SFIO	■	
22 janv. 1947	19 nov. 1947	Paul Ramadier	SFIO	■	
24 nov. 1947	19 juil. 1948	Robert Schuman	MRP		■
26 juil. 1948	27 août 1948	André Marie	Parti radical	■	
11 sept. 1948	5 oct. 1949	Henri Queuille	Parti radical	■	
28 oct. 1949	24 juin 1950	Georges Bidault	MRP		■
12 juil. 1950	28 févr. 1951	René Pleven	UDSR	■	
10 mars 1951	4 juil. 1951	Henri Queuille	Parti radical	■	
11 août 1951	7 janv. 1952	René Pleven	UDSR	■	
20 janv. 1952	28 févr. 1952	Edgar Faure	Parti radical	■	
8 mars 1952	23 août 1952	Antoine Pinay	CNIP		■
8 janv. 1953	21 mai 1953	René Mayer	Parti radical	■	
27 juin 1953	12 juin 1954	Joseph Laniel	CNIP		■
18 juin 1954	5 févr. 1955	Pierre Mendès France	Parti radical	■	
1 ^{er} févr. 1955	1 ^{er} déc. 1955	Edgar Faure	Parti radical	■	
1 ^{er} déc. 1955	21 mai 1957	Guy Mollet	SFIO	■	
12 juin 1957	30 sept. 1957	Maurice Bourgès-Maunoury	Parti radical	■	
6 nov. 1957	15 avr. 1958	Félix Gaillard	Parti radical	■	
13 mai 1958	28 mai 1958	Pierre Pflimlin	MRP		■
1 ^{er} juin 1958	8 janv. 1959	Charles de Gaulle	Gaulliste		■
8 janv. 1959	14 avr. 1962	Michel Debré	UNR		■
14 avr. 1962	10 juil. 1968	Georges Pompidou	UNR		■
10 juil. 1968	16 juin 1969	Maurice Couve de Murville	UDR		■
20 juin 1969	5 juil. 1972	Jacques Chaban-Delmas	UDR		■
7 juil. 1972	27 mai 1974	Pierre Messmer	UDR		■
28 mai 1974	25 août 1976	Jacques Chirac	UDR		■
27 août 1976	13 mai 1981	Raymond Barre	Non inscrit		■
22 mai 1981	19 juil. 1984	Pierre Mauroy	Parti socialiste	■	
23 juil. 1984	20 mars 1986	Laurent Fabius	Parti socialiste	■	
20 mars 1986	30 avr. 1988	Jacques Chirac	RPR		■
22 mai 1988	15 mai 1991	Michel Rocard	Parti socialiste	■	
15 mai 1991	31 mars 1992	Édith Cresson	Parti socialiste	■	
2 avr. 1992	28 mars 1993	Pierre Bérégovoy	Parti socialiste	■	
29 mars 1993	16 mai 1995	Édouard Balladur	RPR		■
16 mai 1995	2 juin 1997	Alain Juppé	RPR		■
2 juin 1997	6 mai 2002	Lionel Jospin	Parti socialiste	■	
6 mai 2002	31 mai 2005	Jean-Pierre Raffarin	UMP		■
2 juin 2005	15 mai 2007	Dominique de Villepin	UMP		■
15 mai 2007	...	François Fillon	UMP		■

Annexe 2 : Statistiques des performances des actions et des variables de contrôle utilisées

	Moyenne	Écart-type		Moyenne	Écart-type
Taux long	5,31 %	0,75 %	Variations de cours	3,96 %	17,42 %
Spread de terme	4,94 %	0,68 %	Rentabilité totale nominale	7,67 %	17,45 %
Taux de dividende	3,72 %	0,44 %	Rentabilité totale réelle	2,20 %	17,51 %
Taux court relatif	0,00 %	0,27 %	Total excess return	3,27 %	17,46 %
Taux d'inflation	5,54 %	2,87 %			

Annexe 3 : Régression de l'excess return par les variables macro-économiques avec une dummy pour la gauche puis pour la droite

	Coefficients	Statistique t	Probabilité	Moyenne
Constante	- 0,0093	- 2,1724	0,0300	
Droite (dummy)	-0,0024	- 0,9531	0,3407	
Taux longs	- 37,3917	- 2,3026	0,0214	0,0044
D/P	4,1801	3,5780	0,0004	0,0031
Spread	39,7104	2,2330	0,0257	0,0041
TSR relatif	- 0,8624	- 0,4727	0,6365	0,0000
Inflation	0,2035	1,2954	0,1953	0,0046
R ²	0,015			
Excess return ajusté		5,46 %		

	Coefficients	Statistique t	Probabilité	Moyenne
Constante	- 0,0117	- 2,8910	0,0039	
Droite (dummy)	0,0024	0,9531	0,3407	
Taux longs	- 37,3917	- 2,3026	0,0214	0,0044
D/P	4,1801	3,5780	0,0004	0,0031
Spread	39,7104	2,2330	0,0257	0,0041
TSR relatif	- 0,8624	- 0,4727	0,6365	0,0000
Inflation	0,2035	1,2954	0,1953	0,0046
R ²	0,015			
Excess return ajusté		8,33 %		