

Louvain School of Management

Finance et politique : la bourse préfère-t-elle la gauche ou la droite ?

Auteur : Lhachimi Nacer
Promoteur(s) : Rudy De Winne
Année académique 2022-2023
Master 120 (HD) en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Résumé :

La relation entre la finance et la politique n'est plus à démontrer. De multiples publications dans la littérature scientifique ont établi le lien très étroit pouvant exister entre la réaction des marchés financiers et les décisions émanant du politique. L'objectif de ce présent mémoire est d'analyser l'influence complexe de la politique sur les marchés financiers, en examinant spécifiquement la relation entre l'orientation idéologique des partis politiques (gauche et droite) et la performance des marchés boursiers. Dans la littérature, cet effet de l'orientation idéologique des partis politiques sur les rendements des titres et marchés financiers s'appelle l'effet partisan. A l'aide de la méthodologie de l'étude de l'évènement, j'analyserai de manière quantitative les données historiques des marchés financiers au moment des événements politiques majeurs, à savoir les élections nationales. Plusieurs publications antérieures ont essayé de démontrer l'effet partisan sur les marchés financiers en utilisant cette méthode, surtout aux Etats-Unis. Toutefois, l'originalité de ce mémoire est que l'étude ne se concentrera pas uniquement sur l'effet partisan pouvant exister dans un seul pays mais adoptera une approche internationale. En effet, ce mémoire porte sur l'analyse de la réaction de 5 indices boursiers nationaux au moment des élections nationales majeures dans le but d'identifier une éventuelle prime partisane en faveur des partis politiques de gauche ou de droite. L'échantillon de cette étude est composé de 30 élections s'étalant de 2000 à 2022 et les pays étudiés sont l'Allemagne, l'Angleterre, l'Espagne, la France et l'Italie.

Summary :

The relationship between finance and politics is beyond dispute. Multiple publications in scientific literature have established the very close link that can exist between the reaction of financial markets and decisions originating from the political sphere. The objective of this present dissertation is to analyse the intricate influence of politics on financial markets, specifically examining the relationship between the ideological orientation of political parties (left and right) and stock market performance. In the literature, this effect of the ideological orientation of political parties on security returns and financial markets is referred to as the partisan effect. Using event study methodology, I will quantitatively analyse historical financial market data during significant political events, namely national elections. Several previous publications have attempted to demonstrate the partisan effect on financial markets using this method, especially in the United States. However, the uniqueness of this dissertation lies in its focus not solely on the partisan effect within a single country, but in adopting an international approach. Indeed, this dissertation centres on the analysis of the reaction of five national stock indices during major national elections with the aim of identifying a potential partisan premium in favor of left or right-wing political parties. The sample for this study comprises thirty elections spanning from 2000 to 2022, and the countries studied include Germany, England, Spain, France, and Italy.

Remerciements:

A travers ces quelques mots, je tiens à remercier toutes les personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à la réalisation de ce mémoire.

Je tiens d'abord à remercier mon promoteur de mémoire, Monsieur De Winne, qui par ses nombreux conseils et recommandations m'a permis de me diriger au mieux dans l'élaboration de ce travail.

Je tiens également à remercier ma femme, Saran, qui m'a aidé et soutenu tout au long de ce mémoire.

Enfin, je remercie mes parents et tous les membres de ma famille de m'avoir encouragé et prêté main forte dans les moments difficiles.

Table des matières

1	Introduction.....	7
2	Partie théorique : Revue de littérature.....	9
2.1	Chapitre 1 : les effets électoraux	9
2.1.1	Les effets du cycle électoral	9
2.1.1.1	Les modèles opportunistes.....	10
2.1.1.2	Les modèles partisans	12
2.1.1.3	Les études empiriques	14
2.1.2	Les effets de la course aux élections	16
2.1.3	Les effets du parti politique.....	19
2.2	Chapitre 2 : l'étude de l'évènement.....	23
2.2.1	Définition	23
2.2.2	Historique	23
2.2.3	Fondements théoriques.....	24
2.2.4	La méthodologie de l'étude de l'évènement	26
2.2.4.1	Définition de la date d'évènement.....	26
2.2.4.2	Définition de la période d'évènement et d'estimation.....	27
2.2.4.3	La modélisation des rentabilités des titres : le modèle de marché.....	28
2.2.4.4	L'estimation des paramètres du modèle de rentabilités des titres	29
2.2.4.5	Calcul et agrégation des rentabilités anormales	30
2.2.4.6	L'application des tests statistiques	32
3	Partie empirique : étude de l'évènement.....	33
3.1	Chapitre 1 : les hypothèses	33
3.2	Chapitre 2 : contexte et données brutes	35
3.2.1	Le contexte de l'étude	35
3.2.2	Les données financières	36

3.2.3	Les données électorales	38
3.3	Chapitre 3 : méthodologie	40
3.3.1	Définition des périodes à étudier.....	40
3.3.1.1	Date de l'évènement (event date)	40
3.3.1.2	La période d'évènement (event window)	40
3.3.1.3	La période d'estimation (estimation window).....	41
3.3.2	Calcul du rendement des indices boursiers	42
3.3.3	La modélisation du rendement espéré des indices boursiers nationaux.....	43
3.3.4	Estimation des paramètres du modèle	43
3.3.5	Calcul et agrégation des Rentabilités Anormales.....	44
3.3.5.1	CAR et CAAR	45
3.3.5.2	BHAR	47
3.3.6	L'application des tests statistiques.	48
3.4	Chapitre 4 : résultats et analyses.....	50
3.4.1	Analyse des partis de droite	50
3.4.2	Analyse des partis de gauche	51
3.4.3	Analyse globale	52
3.5	Chapitre 5 : limites de l'étude.....	54
4	Conclusion	56
5	Bibliographie.....	58

Liste des figures

Figure 1 : ligne du temps d'une étude événementielle.....	27
Figure 2 : Ligne du temps de l'étude de l'événement sur l'impact des élections générales sur les indices boursiers nationaux.....	42
Figure 3 : CAAR des élections gagnées par la droite sur la période allant de t-10 à t10.....	51
Figure 4: CAAR des élections gagnées par la gauche sur la période allant de t-10 à t+10	52
Figure 5: CAAR des élections tous partis confondus sur la période allant de t-10 à t10.....	53

Liste des tableaux

Tableau 1 : critères de sélections (PIB 2021, marché boursiers et partis politiques).....	36
Tableau 2: CAAR des partis de droite.....	50
Tableau 3 : BHAR des partis de droite	50
Tableau 4 : CAAR des partis de gauche	51
Tableau 5 : BHAR des partis de gauche	51
Tableau 6 : CAAR tous partis confondus.....	52
Tableau 7 : BHAR tous partis confondus.....	52

1 Introduction

Les marchés financiers occupent une position centrale au sein de l'économie mondiale. Ils permettent la régulation des activités financières et facilitent les échanges et la valorisation des titres financiers. Toutefois, les marchés financiers sont sensibles à de nombreux facteurs tels que les données économiques, les événements géopolitiques et les décisions gouvernementales. Parmi ces multiples facteurs, la politique joue un rôle crucial en raison de son impact direct sur l'économie nationale et mondiale.

En effet, la relation entre la finance et la politique n'est plus à démontrer. De multiples publications dans la littérature scientifique ont établi le lien très étroit pouvant exister entre la réaction des marchés financiers et les décisions émanant du politique.

L'objectif de ce présent mémoire est d'analyser l'influence complexe de la politique sur les marchés financiers, en examinant spécifiquement la relation entre l'orientation idéologique des partis politiques (gauche et droite) et la performance des marchés boursiers. Dans la littérature, cet effet de l'orientation idéologique des partis politiques sur les rendements des titres et marchés financiers s'appelle l'effet partisan. (Alesina, 1986 ; Hibbs, 1977)

La question de l'effet partisan sur les marchés financiers a suscité un débat académique intense, et les réponses apportées sont variées et parfois contradictoires. Certaines études (Niederhoffer & al., 1970 ; Riley & al., 1976) suggèrent que les partis politiques de droite, favorables aux entreprises et à la dérégulation, peuvent inspirer confiance aux investisseurs et entraîner une performance positive des marchés boursiers. Tandis que d'autres recherches (Huang, 1985 ; Hensel & al., 1995) mettent en évidence que les partis politiques de gauche, qui mettent l'accent sur la redistribution des richesses et une régulation plus stricte, pourraient favoriser la rentabilité des marchés financiers.

Dans cet environnement complexe et en constante évolution, il est crucial d'approfondir notre compréhension des mécanismes qui relient la sphère politique et les marchés financiers. Une telle compréhension pourrait offrir aux investisseurs, aux décideurs politiques et autres acteurs économiques la possibilité d'élaborer des stratégies plus informées et adaptées pour faire face aux variations du marché de manière plus efficace.

Afin de répondre à cette problématique, l'approche méthodologique utilisée dans ce mémoire sera celle de l'étude de l'évènement. Cette méthode permettra d'analyser de manière

quantitative les données historiques des marchés financiers au moment des événements politiques majeurs, à savoir les élections nationales. Plusieurs publications antérieures ont essayé de démontrer l'effet partisan sur les marchés financiers en utilisant cette méthode, surtout aux Etats-Unis. Toutefois, l'originalité de ce mémoire est que l'étude ne se concentrera pas uniquement sur l'effet partisan pouvant exister dans un seul pays mais adoptera une approche internationale.

En effet, ce mémoire porte sur l'analyse de la réaction de 5 indices boursiers nationaux au moment des élections nationale majeures dans le but d'identifier une éventuelle prime partisane en faveur des partis politiques de gauche ou de droite. L'échantillon de cette étude est composé de 30 élections s'étalant de 2000 à 2022 et les pays étudiés sont l'Allemagne, l'Angleterre, l'Espagne, la France et l'Italie.

2 Partie théorique : Revue de littérature

Cette partie consistera à effectuer une revue de la littérature scientifique en identifiant les différents effets électoraux produits sur les marchés financiers mais également sur l'économie de manière générale. Aussi, une description théorique de la méthodologie de l'étude de l'événement sera réalisée.

2.1 Chapitre 1 : les effets électoraux

L'effet des événements politiques sur les marchés financiers et l'économie en générale représente un des principaux sujets de recherche dans le domaine de l'économie politique.

Dans la littérature, les élections sont considérées comme étant les événements les plus influant et leur impact peut être étudié sous différents angles et perspectives. Selon Hung (2013), nous pouvons identifier trois types d'effets électoraux examinés par la littérature scientifique :

- *Les effets du cycle électoral (the election cycle effect)* : cela correspond aux effets à long terme d'une élection sur l'économie. Ces études sont en lien avec le concept du cycle économique politique (political business cycle) développé par Nordhaus (1975)
- *Les effets de la course aux élections (the bull-run effect)* : ce sont les effets à court terme d'une élection sur les marchés financiers durant les semaines ou les jours entourant la période électorale.
- *Les effets du parti politique (party effect)* : ces effets correspondent aux réponses des marchés financiers en fonction des différents partis impliqués dans les élections.

2.1.1 Les effets du cycle électoral (the election cycle effect)

Les effets du cycle électoral correspondent aux effets à long terme d'une élection sur l'économie. Ces études sont en lien avec le concept du cycle économique politique (political business cycle) développé par Nordhaus (1975)

L'économie politique a étudié les cycles économiques politiques de manière approfondie et depuis longtemps. Les cycles économiques politiques consistent à étudier comment les variables macro-économiques telles que l'inflation, le chômage et la croissance peuvent être

influencées par le calendrier électoral ainsi que par l'orientation idéologique des partis politiques au pouvoir. (Bacache-Beauvallet,2008)

L'étude des cycles politiques a connu deux phases d'expansion qui se sont alignées sur les phases de développement de la macroéconomie. La première phase d'étude des cycles politiques en économie politique a débuté dans les années 1970. Celle-ci est basée sur la macroéconomie traditionnelle qui raisonne à travers les anticipations adaptatives et l'arbitrage potentiel entre l'inflation et le chômage, en se référant à la courbe de Phillips. La deuxième phase est apparue environ dix ans plus tard et est caractérisée par l'incorporation de l'hypothèse de la rationalité des anticipations des acteurs, en particulier des électeurs. Cela signifie que les acteurs peuvent anticiper rationnellement la politique d'inflation souhaitée par le gouvernement. (Bacache-Beauvallet,2008).

Il existe également deux courants au sein de l'économie politique : l'un qui met l'accent sur les hommes politiques opportunistes et l'autre sur les hommes politiques partisans. Dans le premier cas, les politiciens sont motivés par leur élection, tandis que dans le deuxième cas, ils ont des préférences idéologiques à défendre. Si les politiciens sont opportunistes, ils maintiendront les mêmes politiques une fois élus et présenteront le même programme politique afin de gagner les élections. Au contraire, s'ils sont partisans, ils adopteront des politiques différentes une fois au pouvoir. (Bacache-Beauvallet,2008).

2.1.1.1 Les modèles opportunistes

En 1943, Kalecki a été le premier à introduire le concept du cycle conjoncturel politique dans les sciences économiques. Il a souligné que l'individualisme économique pouvait exercer une influence sur le comportement politique de chaque individu, mais aussi sur la croissance économique globale (Olters, 2004).

Cependant, la théorie la plus célèbre qui tente de modéliser la relation entre les cycles politiques et économiques est celle du "cycle économique politique" formulée par Nordhaus en 1975. Cette approche repose sur trois hypothèses cruciales :

- ❖ les partis sont "motivés par leur fonction", dans le sens où ils ne se soucient que de gagner les élections

- ❖ les électeurs sont naïfs, myopes et non rationnels, de sorte qu'ils peuvent être systématiquement trompés
- ❖ l'économie est décrite par une courbe de Phillips et la critique des anticipations rationnelles n'est pas prise en compte. (Alesina,1986)

Les résultats que Nordhaus a obtenus en se basant sur ces hypothèses sont largement connus. Le candidat en place fournit des efforts pour stimuler l'économie et réduire le chômage juste avant les élections afin d'améliorer ses chances de se faire réélire. Cependant, au début de son nouveau mandat, les effets inflationnistes de cette expansion préélectorale sont compensés par une récession économique. (Alesina,1986)

Ce type de modèle opportuniste développé par Nordhaus (1975) a été fortement critiqué principalement en raison de l'hypothèse que les électeurs étaient naïfs. Les modèles des années 1980 ont repris l'hypothèse de rationalité des électeurs formulée par Robert Lucas (1976) afin de remettre en cause l'idée d'un arbitrage entre l'inflation et le chômage le long de la courbe de Phillips. (Bacache-Beauvallet,2008)

Les principales contributions dans ce domaine proviennent de Rogoff et Sibert (1988) ainsi que de Rogoff (1990). Ces auteurs ne se concentrent plus sur un arbitrage entre l'inflation et le chômage, mais plutôt sur un problème budgétaire de l'État. (Dubois,2016).

Ces modèles considèrent que les décideurs politiques, les électeurs et les agents économiques se comportent rationnellement et substituent la notion d'asymétrie d'information entre les électeurs et les décideurs politiques à l'hypothèse de l'irrationalité et de naïveté des électeurs. (Alesina,1986)

Les électeurs sont donc considérés comme rationnels car ils forment des anticipations en fonction de l'information dont ils disposent. En outre, la deuxième génération de modèles introduit le concept de compétence des hommes politiques au pouvoir, telle que la compétence à réduire les inefficacités budgétaires, la compétence à générer une croissance non inflationniste ou encore la compétence à protéger l'économie nationale des crises. Il est important de souligner que cette compétence est une information asymétrique. (Bacache-Beauvallet,2008)

En effet, les hommes politiques sont supposés être conscients de leur propre compétence tandis que les électeurs ne peuvent que tenter de l'anticiper. Par conséquent, les hommes politiques

cherchent à démontrer leur compétence en manipulant le cycle économique pour attirer l'attention des électeurs. Dans ce contexte, les candidats politiques cherchent à démontrer leur compétence. Il est donc pertinent de se demander qui essaiera de se faire passer pour compétent en stimulant la croissance économique. Une croissance économique accrue peut provenir d'un gouvernement compétent cherchant à se démarquer des gouvernements incompetents, mais elle peut également être le résultat d'un gouvernement incompetent cherchant à tricher en se faisant passer pour compétent. (Bacache-Beauvallet,2008)

2.1.1.2 Les modèles partisans

Les politiciens qui cherchent à atteindre des buts idéologiques précis sont appelés partisans. Contrairement aux politiciens opportunistes qui mettent en place des politiques afin de remporter les élections, les partisans cherchent à gagner une élection pour mettre en œuvre leur programme politique. Certains politiciens établissent un cycle politique qui ne suit pas le calendrier électoral, mais leurs propres préférences idéologiques. (Bacache-Beauvallet,2008)

Dans son étude de 1977, Hibbs a été le premier à souligner l'importance de l'idéologie des politiciens lors des élections. En tant que partisans, les politiciens accordent de l'importance à des objectifs différents et cherchent à trouver un compromis entre le chômage et l'inflation représentés par la courbe de Phillips. Selon Hibbs (1977), les partis de gauche privilégient un faible taux de chômage et une inflation élevée, tandis que les partis de droite se concentrent principalement sur le maintien d'un faible taux d'inflation. La théorie partisane soutient que le chômage est la préoccupation principale des partis de gauche, car il affecte principalement leurs électeurs qui partagent des idéologies similaires et qui constituent leur base électorale principale. De même, les partis de droite se concentrent principalement sur l'inflation, qui est un problème majeur pour leurs électeurs ayant la même sensibilité idéologique. (Kolios,2019)

Le modèle partisan se base sur des observations empiriques pour différencier les partis politiques. Les partis de gauche attirent principalement les classes défavorisées, qui dépendent fortement de leur revenu du travail et occupent des emplois de bas statut. Ces électeurs sont donc plus vulnérables au chômage et subissent des coûts économiques et sociaux plus élevés pendant les périodes de crise économique. Par conséquent, leur situation économique s'améliore généralement dans un contexte de forte activité économique avec un faible taux de chômage et des marchés de travail tendus. (Hibbs,1992)

En revanche, la base électorale des partis de droite est constituée parmi les groupes les plus aisés. Ces derniers détiennent une part importante du capital financier et occupent des emplois de haut statut. Ainsi, les électeurs des partis de droite subissent de plus importantes pertes lorsque l'inflation est élevée mais bénéficient davantage de la désinflation. (Hibbs,1992)

Enfin, les partisans de gauche et de droite se distinguent par l'importance relative accordée au chômage et à l'inflation (autrement dit, ils ont des courbes d'indifférences avec une pente différente dans l'espace de la courbe de Phillips). (Hibbs,1992)

La deuxième génération de la littérature partisane, tout comme la deuxième génération de la littérature opportuniste, ne se base plus sur l'exploitation de la courbe de Phillips pour étudier le cycle politique. Alesina (1987) réexamine les travaux de Hibbs et introduit pour la première fois la théorie partisane rationnelle qui se fonde également sur la rationalité des électeurs.

A travers la théorie partisane rationnelle, Alesina (1987) suggère que la rationalité des agents économiques permet d'anticiper l'inflation souhaitée par les gouvernements, ce qui fait qu'elle n'a aucun impact sur le marché du travail. Cela repose sur l'idée que les partis de gauche mènent une politique de croissance économique, mais cela entraîne une inflation plus élevée. Tandis que les partis de droite qui ne valorisent pas l'inflation mènent une politique plus restrictive. Par conséquent, lors des périodes préélectorales, les acteurs économiques anticipent le taux d'inflation future lors des négociations salariales en effectuant une moyenne du taux d'inflation des partis de gauche et de droite, pondérées par leurs probabilités de victoires aux élections. (Bacache-Beauvallet,2008)

De plus, l'auteur affirme que le résultat des élections est toujours imprévisible, ce qui provoque une surprise. Cette surprise électorale est la cause de la surprise de l'inflation, qui induit soit une croissance économique, soit une récession. A l'issue des élections, débute le cycle politique. Peu importe le résultat, il est toujours une surprise par rapport aux anticipations et c'est cette surprise qui est le point de départ du cycle. Ainsi, si la gauche est élue, elle met en place son propre taux de chômage et d'inflation. Le taux d'inflation réel sera forcément supérieur à celui anticipé par les électeurs, puisque ce dernier est une moyenne pondérée entre le taux d'inflation de la gauche (plus élevé) et celui de la droite (moins élevé). Par conséquent, le taux d'inflation réel sera plus élevé que le taux anticipé, ce qui entraîne une croissance économique supérieure à la croissance naturelle. Dès lors, une victoire de la gauche entraîne une croissance

plus importante. De manière symétrique, une victoire de la droite entraîne une récession. Après les élections, il n'y a plus de surprises en ce qui concerne les résultats électoraux car les électeurs sont conscients de l'orientation politique du gouvernement en place et sont capables de prévoir avec précision le taux d'inflation. Le taux de croissance revient donc à son niveau naturel. (Bacache-Beauvallet,2008)

Contrairement au modèle partisan de Hibbs où le taux de croissance et d'inflation sont plus élevés sous la gauche que sous la droite de manière permanente, le modèle partisan rationnel d'Alesina nous décrit un cycle plus court : le taux de croissance est plus élevé sous la gauche que sous la droite mais uniquement de manière temporaire et à la suite des élections. Cependant, le taux d'inflation est de manière permanente plus élevé sous la gauche que sous la droite. (Bacache-Beauvallet,2008)

2.1.1.3 Les études empiriques

De nombreuses études empiriques ont été réalisées afin de démontrer la validité des différents modèles du cycle économique politique. Les résultats empiriques semblent confirmer l'existence d'un modèle partisan au détriment du modèle opportuniste, surtout aux Etats-Unis et en Europe.

Alberto Alesina, Nouriel Roubini et Gary D. Cohen (1997) ont effectué une étude détaillée qui synthétise et analyse tous les modèles du cycle politique de manière empirique. Les résultats indiquent que les taux de croissance de l'économie américaine sont généralement plus élevés sous le leadership démocrate que républicain. Cependant, cette disparité est temporaire et se concentre principalement sur les premières années du mandat. De plus, il existe des différences permanentes dans les taux d'inflation. Ces données confirment ainsi la validité du modèle partisan rationnel, tout en rejetant l'hypothèse d'un cycle préélectoral basé sur l'opportunisme.

Toutefois, selon Faust et Irons (1999), les arguments avancés par Alesina sont faibles en raison d'un modèle de régression inadéquat et de l'endogénéité des principales variables explicatives incluses. Ils soutiennent qu'il n'existe aucune preuve convaincante montrant une influence électorale sur l'économie américaine, qu'elle soit opportuniste ou partisane.

Grier (2008) apporte des résultats contrastés par rapport à Alesina, Faust et Irons. En analysant la relation entre les élections présidentielles américaines et la croissance réelle du PIB entre 1961 et 2004, l'auteur constate que le calendrier électoral exerce une influence significative sur la croissance trimestrielle du PIB. En effet, les résultats empiriques de l'étude indiquent qu'il existe des preuves en faveur du modèle partisan rationnelle mais également des preuves en faveur du modèle opportuniste.

Au niveau de l'analyse internationale, Alesina et Roubini (1992) ont examiné les données des 18 économies de l'OCDE au cours des trois dernières décennies (1962-1992). Leur étude consiste à analyser si le comportement dynamique de la croissance du PIB, du chômage et de l'inflation est systématiquement influencé par les élections et les changements de gouvernements. Les différentes théories du cycle politique, le modèle opportuniste et partisan, ainsi que leurs approches rationnelles et traditionnelles ont été testées. Les résultats de l'étude d'Alesina et Roubini montrent que :

- ❖ L'hypothèse du cycle économique politique formulée par Nordhaus en 1975 est généralement rejetée par les données.
- ❖ L'inflation a tendance à augmenter immédiatement après les élections, probablement en raison de politiques monétaires et budgétaires expansionnistes avant les élections.
- ❖ Des preuves de différences temporaires entre les partis politiques en termes de croissance du PIB, de chômage et une différence partisane à long terme au niveau du taux d'inflation, en accord avec la théorie partisane rationnelle en 1987 ont été trouvées
- ❖ Cependant, aucune preuve de différences permanentes entre les partis politiques en termes de croissance du PIB et de chômage n'a été trouvée.

Globalement, les études empiriques réalisées en Europe ont tendance à confirmer les résultats obtenus aux États-Unis, ce qui suggère que le modèle partisan rationnel est également pertinent dans ce contexte. Cependant, il est important de noter que ces études suscitent des critiques et sont considérées comme fragiles. En effet, elles se caractérisent généralement par une portée limitée en termes de pays étudiés et confondent souvent l'Europe dans son ensemble avec un grand pays similaire aux États-Unis. De plus, ces études ont tendance à transposer les analyses américaines sur le contexte européen, en ignorant les différences inhérentes aux deux systèmes institutionnels à savoir le système majoritaire et le système de représentation proportionnel. (Bacache-Beauvallet,2008)

Enfin, Grier (2008) affirme qu'il existe un consensus dans la littérature sur le cycle politique économique selon lequel les pays en développement connaissent des cycles opportunistes dans les variables politiques, tandis que les pays développés ne connaissent pas de cycles similaires dans les variables réelles telles que le chômage ou la production.

2.1.2 Les effets de la course aux élections (the bull-run effect)

Les effets de la course aux élections (the bull-run effect) représentent les effets à court terme d'une élection sur les marchés financiers durant les semaines ou les jours entourant la période électorale.

Au cours des dernières décennies, de nombreuses publications ont analysé l'impact des élections sur la volatilité du marché et sur le rendement des titres financiers. Ces études s'inscrivent principalement dans le cadre de l'examen de l'incertitude politique induite par les élections. L'incertitude politique est un phénomène fréquent et inhérent à la politique. Selon la recherche en science politique, elle se définit comme étant l'absence de certitude. Dahl & al. (1963) ont mis en évidence le fait que les élections, les conflits armés, les processus gouvernementaux et les menaces sont tous des aspects politiques caractérisés par cette incertitude.

Les chercheurs tels que Nippani et Medlin (2002), Nippani et Arize (2005), Li et Born (2006), He et al. (2009), et Goodell et Bodey (2012) ont analysé comment les élections présidentielles américaines influent sur les marchés boursiers. Leurs conclusions ont montré que les fluctuations des prix des actions sont affectées significativement par l'incertitude entourant les élections.

En effet, Li et Born (2006) ont utilisé des sondages sur les élections présidentielles américaines de 1964 à 2000 pour démontrer que les prix des actions augmentent avant les élections lorsque les résultats sont incertains. Dans une étude portant sur l'élection présidentielle de 2000, Nippani et Arize (2005) ainsi que He & al. (2009) ont constaté que les marchés boursiers sont négativement affectés par l'incertitude entourant le résultat de l'élection. Goodell et Bodey (2012) ont également noté qu'une diminution de l'incertitude liée aux élections présidentielles américaines entraîne une baisse des prix des actions.

Plus concrètement, nous pouvons citer à titre d'exemple la récente étude de Saša Obradović et Nenad Tomić (2017). Ces derniers ont mené une étude afin de déterminer la signification statistique du rendement anormal qui s'est manifesté à la Bourse de New York à la suite de l'élection présidentielle américaine de novembre 2012. L'analyse s'est portée sur les titres financiers des institutions financières cotées à la Bourse de New York, en sélectionnant 85 banques d'investissements et compagnies d'assurance. Pour mener cette analyse, les chercheurs ont utilisé une méthodologie d'étude des événements avec une fenêtre d'événement asymétrique T-1 - T+3, avec T0 comme jour de l'événement. Le test de student est utilisé pour évaluer le rendement anormal moyen de chaque jour pendant la période d'observation des événements. Les chercheurs ont conclu que le jour T+1 de la période d'événements a connu un impact significativement négatif sur les rendements après l'élection et que le marché a réagi négativement. Les statistiques du test t pour le reste de la période ne montrent aucun rendement anormal statistiquement significatif, mis à part le fait que pendant les 5 jours de la période d'événements, la statistique de student est négative.

Benjamin M. Blau, Todd G. Griffith & Ryan J. Whitby (2019) ont analysé comment les mouvements des actions dans le secteur pharmaceutique ont été influencé par le résultat inattendu de l'élection présidentielle américaine de 2016. Contrairement aux prédictions politiques, Donald Trump a remporté l'élection malgré les prévisions indiquant une victoire probable d'Hillary Clinton. Les chercheurs ont constaté que les actions des entreprises pharmaceutiques ont sous-performé par rapport au marché avant l'élection, mais ont connu une hausse considérable à partir de trois jours avant les résultats. En effet, les chercheurs ont constaté que la moyenne des rendements anormaux cumulés (CAR) des 210 actions pharmaceutiques étudiées pendant la période de t-10 à t-4 avant les élections ont affiché une baisse significative. Cependant, lorsque les chercheurs ont examiné la période de trois jours précédant les élections, ils ont remarqué que les CAR moyens devenaient significativement positifs et augmentaient les jours suivant les élections. Cette augmentation était significative statistiquement et économiquement, selon différentes méthodes de l'étude de l'événement. Selon les observations des chercheurs, ces résultats suggèrent que certains secteurs du marché boursier semblaient anticiper le résultat de l'élection.

La plupart des recherches se focalisent souvent sur les effets des élections américaines sur les marchés boursiers. Toutefois, certains chercheurs ont examiné la relation entre les élections et

le marché financier en se concentrant sur des pays spécifiques en dehors des États-Unis, et d'autres, de manière plus rare, ont analysé des cas à l'échelle internationale.

Repousis (2016) a publié un article visant à étudier l'impact des événements non économiques majeurs, tels que les élections parlementaires en Grèce entre 1996 et 2009, sur les actions des banques grecques. En utilisant des données de la Bourse d'Athènes et la méthodologie de l'événement selon le modèle de marché (Market model), les résultats indiquent que ces élections n'ont eu aucun effet statistiquement significatif sur les actions des banques. Les rendements anormaux moyens cumulés (CAAR) étaient légèrement positifs ou négatifs mais pas significatifs à un niveau de confiance de 5 ou 10 %. Les investisseurs n'ont pas été surpris et les informations politiques n'ont pas influencé les marchés financiers. Le parti politique gagnant attendu était également le parti gagnant réel. Pendant les élections de 2000 et 2004, les CAAR des actions des banques étaient légèrement positifs avant l'événement et légèrement négatifs après, mais pas statistiquement significatifs. Lors des élections de 2007, les CAAR ont été légèrement négatifs avant et positifs après l'événement.

Sur le plan de l'analyse internationale, nous pouvons citer l'étude de Christos Pantzalis, David A. Stangeland, Harry J. Turtle (2000) au sujet du comportement des indices boursiers dans 33 pays autour des dates d'élections politiques sur la période d'échantillonnage allant de 1974 à 1995. A l'aide de la méthodologie de l'événement study, les auteurs ont constaté un rendement anormal positif au cours des deux semaines précédant la semaine de l'élection. La corrélation entre la réaction positive du marché boursier aux élections et différents facteurs tels que le degré de liberté politique, économique et de la presse dans un pays, ainsi que la date des élections et le succès du politicien en exercice à être réélu, est mise en évidence dans l'étude. Concrètement, les auteurs ont constaté des rendements anormaux positifs importants avant les élections dans les pays moins libres où l'opposition a remporté les élections, ainsi que lorsque les élections se déroulent précocement et que le gouvernement en place perd les élections.

Jedrzej Białkowski, Katrin Gottschalk, Tomasz Piotr Wisniewski (2006) ont enquêté sur un échantillon de 27 pays de l'OCDE afin de tester si les élections nationales induisent une volatilité accrue sur les marchés boursiers. Dans cette étude, l'impact des élections sur la volatilité des indices boursiers de chaque pays est évalué en employant la méthodologie de l'étude de l'événement. D'après leurs observations, les investisseurs sont systématiquement surpris par la répartition finale des votes malgré leurs nombreux efforts pour prévoir avec

précision les résultats des élections. Cette surprise électorale entraîne une forte réaction des prix des actions et une augmentation temporaire de la volatilité. En effet, les auteurs ont remarqué que la variance du rendement de l'indice spécifique à chaque pays peut facilement doubler pendant la semaine entourant une élection. Plusieurs facteurs, tels qu'une marge de victoire étroite, l'absence de lois sur le vote obligatoire, un changement d'orientation politique du gouvernement, ou l'incapacité de former un gouvernement avec une majorité parlementaire contribuent significativement à l'ampleur du choc électoral. De plus, des preuves sont trouvées indiquant que les marchés ayant une courte histoire de négociation réagissent de manière plus prononcée.

2.1.3 Les effets du parti politique (party effect) :

Les effets du parti politique correspondent aux réponses des marchés financiers en fonction des différents partis impliqués dans les élections.

Depuis des décennies, la question d'un éventuel lien entre la performance boursière et l'orientation politique d'un parti a été largement documentée dans la revue de littérature, principalement aux Etats-Unis. Le corps de cette littérature s'est fortement inspiré du modèle partisan (Hibbs, 1977 ; Alesina, 1987) du cycle économique politique, qui relie les performances économiques aux visions idéologiques des partis politiques. (Füss & al, 2008)

Le préjugé habituel au sujet des partis politiques est de penser que lorsqu'un parti de droite est au pouvoir, celui-ci aurait généralement tendance à favoriser les entreprises et la finance, ce qui devrait logiquement entraîner une hausse des valeurs boursières. (Chareau, 2017)

Plusieurs études menées au cours des années 1970 ont confirmé cette idée selon laquelle le marché boursier aurait de meilleures performances sous la présidence républicaine.

En effet, dans leur étude sur les élections présidentielles américaines et le marché boursier de 1900 à 1968, Niederhoffer, Gibbs et Bullock (1970) ont constaté que l'indice boursier américain Dow Jones index connaissait une tendance à la hausse le jour, la semaine et le mois suivant une victoire républicaine, et une tendance à la baisse le jour, la semaine ou le mois suivant une victoire démocrate. Toutefois, cette étude n'a pas pris en compte la tendance générale du marché ni la rentabilité et le risque du trading.

Reilly et Drzycimski (1976) ont réalisé une étude portant sur neuf élections américaines qui ont eu lieu entre 1940 et 1972 et ont constaté que les prix des actions avaient tendance à augmenter après les élections, avec les plus grandes augmentations observées après les victoires des candidats républicains.

Toujours dans le but d'apporter des preuves de liens existant entre les prix des actifs financiers et les élections présidentielles, William B. Riley, Jr. et William A. Luksetich (1980) ont réalisé une analyse sur les variations des prix des actions pendant 17 semaines autour de chacune des 20 élections depuis 1900. Le Dow Jones Industrial Average (DJIA) a été utilisé comme indicateur de comportement des prix. Les prix de clôture quotidiens du DJIA ont été examinés pour une période de 17 semaines et 21 mois (huit semaines avant et après la semaine de l'élection, ainsi que dix mois avant et après le mois de l'élection). La conclusion des auteurs est que le marché a une préférence pour les Républicains, du moins à court terme après les élections.

Les résultats des différentes études ont apporté une certaine confirmation de la croyance populaire concernant le comportement du marché boursier lors des années électorales présidentielles. Ces différents résultats semblent soutenir l'idée que le marché préférerait et réagissait positivement en cas de victoire républicaine à la présidence.

Pourtant, Huang (1985) remet en cause cette éventuelle prime partisane en faveur des républicains. En examinant la période de 1929 à 1980, Huang (1985) a constaté que la rentabilité annuelle moyenne sous l'administration démocrate est supérieure de plus de 9 % (14,1 % pour les démocrates contre 4,9 % pour les républicains).

D'autres chercheurs ont également obtenu les mêmes conclusions que Huang (1985). En effet, Chris R. Hensel et William T. Ziemba (1995) ont observé une différence significative dans les rendements des actions de grandes et petites capitalisations, les différents indices obligataires et dans la trésorerie à la suite des élections remportées par les présidents démocrates et républicains de 1928 à 1993. Les résultats montrent un effet significatif des actions de petites capitalisations pendant les présidences démocrates. Les actions de grande capitalisation ont montré des rendements statistiquement similaires sous les deux administrations. Pour les administrations démocrates et républicaines, les rendements des actions de petites et grandes capitalisations étaient nettement plus élevés au cours des deux dernières années du mandat

présidentiel que pendant les deux premières années. Les obligations d'entreprise, les obligations gouvernementales à long et moyen terme, ainsi que la trésorerie ont enregistré des rendements nettement plus élevés pendant les administrations républicaines.

En analysant les données mensuelles de 1927 à 1998, Santa-Clara et Valkanov (2003) constatent que les rendements du marché boursier sont plus élevés pendant les administrations démocrates. En effet, l'avantage est de 9 % en se basant sur la rentabilité différentielle entre le taux de rentabilité du marché et le taux des bons du Trésor (taux ajusté) pour les grandes capitalisations boursières. Cette différence est très significative et est encore plus marquée pour les petites capitalisations boursières. De plus, elle ne peut pas être expliquée par un différentiel de risque, car ce dernier est plus important sous les Républicains.

Cette littérature concluant que les rendements réels des actions sont nettement supérieurs sous les administrations démocrates aux Etats-Unis a été qualifiée par Santa-Clara et Valkanov (2003) d'énigme présidentielle (presidential puzzle) car elle ne peut être expliquée par des considérations liées au risque et contredit l'idée selon laquelle le Parti Républicain est meilleur pour les affaires. (Jared Cahan & al, 2005)

Bien que la majorité des études se concentrent sur la prime partisane pouvant exister sur le marché boursier américain, d'autres études ont été menées en Europe et ailleurs afin d'établir une relation entre l'appartenance politique du gouvernement et la performance du marché boursier.

Par exemple, Gemmill (1992) et Herron (2000) avancent l'idée que la volatilité des prix des actions augmente pendant les gouvernements travaillistes au Royaume-Uni et en cas de prévision de la victoire du Parti travailliste aux élections.

Roland Füss et Michael M. Bechtel (2008) ont analysé l'impact de l'effet partisan anticipé sur la performance du marché boursier lors des élections fédérales allemandes de 2002. Les résultats obtenus indiquent une relation positive (négative) entre les performances boursières des petites entreprises et les chances de victoire d'une coalition de droite (de gauche) lors des élections. De plus, les auteurs ont observé une augmentation de la volatilité lorsque les perspectives électorales des partis de droite s'améliorent, tandis qu'une plus grande incertitude électorale entraîne une réduction de la volatilité.

Dolores Furió et Ángel Pardo (2012) ont rédigé un article portant sur l'influence des événements politiques majeurs en Espagne sur les performances du marché boursier. Leur article vise à tester empiriquement les théories existantes sur le lien entre la politique et les marchés financiers. Les résultats soutiennent d'une part la théorie politique partisane, car des différences de rendements boursiers en fonction de l'orientation politique du gouvernement ont été observées, tant le jour des élections nationales que pendant le mandat. D'autre part, les résultats de l'étude révèlent qu'il n'y a pas de rendements positifs anormaux durant la seconde moitié du mandat gouvernemental, ce qui contredit la théorie du cycle économique opportuniste politique. Enfin, les chercheurs constatent que la volatilité des rendements boursiers tend à augmenter après l'annonce d'informations inattendues.

Au niveau de la dimension internationale, Martin T. Bohl, Katrin Gottschalk (2005) ont testé empiriquement l'hypothèse d'une prime partisane en faveur de la gauche sur 15 pays, y compris les Etats-Unis. Sur les 15 pays étudiés, seuls le Danemark, l'Allemagne et les États-Unis présentent des preuves favorables à une prime partisane en faveur de la gauche. La conclusion des auteurs est que la prime partisane en faveur de la gauche n'est pas un phénomène mondial et généralisé.

En utilisant la méthodologie de l'étude de l'évènement, Bialkowski Jędrzej, Gottschalk Katrin et Wisniewski Tomasz (2006) se sont penchés sur l'influence de l'orientation politique des dirigeants sur les rendements des actions dans les pays étrangers. Sur base d'un échantillon de 24 pays de l'OCDE et 173 gouvernements, les résultats de l'étude indiquent qu'il n'y a aucune différence statistiquement significative dans les rendements entre les gouvernements de gauche et de droite, que ce soit pendant la période électorale ou tout au long du mandat. Les auteurs ont conclu de cette étude que la prime démocrate observée aux États-Unis semble spécifique au pays et les investisseurs qui diversifient leurs portefeuilles à l'échelle internationale devraient être méfiants quant à l'allocation de leurs fonds basée uniquement sur l'orientation politique des dirigeants des pays.

2.2 Chapitre 2 : l'étude de l'évènement

2.2.1 Définition

« Les économistes sont souvent sollicités pour évaluer l'impact d'un événement ou d'une situation économique sur la valeur des entreprises. Bien que cela puisse sembler complexe, il est possible de créer facilement une mesure en utilisant une étude événementielle. En utilisant les données du marché financier, l'étude de l'évènement permet d'évaluer précisément l'influence d'un événement particulier sur la valeur d'une entreprise. » (MacKinlay,1997, p.13)

L'étude de l'évènement est donc une méthode d'analyse statistique utilisée en finance pour évaluer l'impact d'un événement spécifique sur le prix d'une action ou d'un titre financier. Cette méthode consiste à comparer les rendements d'un titre financier avant et après un événement particulier, tel qu'une annonce de bénéfices, une fusion-acquisition ou une annonce de dividendes. (MacKinlay,1997)

Les études d'évènements sont largement appliquées dans diverses branches de recherche scientifique telles que la comptabilité, l'économie ou la finance. (Boufama,2013)

Enfin, cette méthode ne se limite pas à l'analyse d'évènements liés au monde de l'entreprise uniquement mais étudie également l'impact des évènements non économiques tels que les élections, les attentats ou les catastrophes naturelles. Nous pouvons citer à titre d'exemple Hensel & Ziemba (1995) qui ont conclu que les petites capitalisations boursières Américaines obtenaient un rendement plus élevé sous l'administration démocrate que républicaine, Richman & Santos (2005) qui ont démontré un rendement significativement négatif sur les marchés financiers de 33 pays lors des attaques du 11 septembre 2001 ou encore Javid (2007) révélant que le tremblement de terre du 8 octobre 2005 au Cachemire a impacté positivement le rendement de certaines entreprises (du secteur bancaire, alimentaire et de la construction) cotées sur la bourse de Karachi mais que le marché dans son ensemble n'a pas connu une augmentation significative de la volatilité.

2.2.2 Historique

Le premier chercheur à avoir utilisé une étude de l'évènement est Jack Dolley en 1933 lors d'une étude examinant le rendement des titres après une opération de fractionnement d'actions.

« Toutefois, c'est l'article d'Eugene Fama et al. (1969) qui est à l'origine de la première présentation de la méthodologie des études d'événements. Eugene Fama et al. (1969) ont analysé l'influence des fractionnements d'actions après avoir éliminé les facteurs de confusion. Ce document de recherche a été cité plus de 750 fois selon l'index des citations des sciences sociales jusqu'en 2005. En bref, nous pouvons conclure que les travaux d'Eugene Fama et al. (1969) ont marqué le début d'une nouvelle ère de méthodologie en comptabilité, finance et économie. Par la suite, la méthodologie de l'étude d'événement est apparue comme une technique d'analyse de l'impact des incidents économiques ou commerciaux sur les prix des titres. » (S.V.D. Nagesrawa & al., 2014, p.41).

Après les années 1970, de nombreux autres chercheurs ont contribué à l'amélioration des études de l'évènement notamment sur le plan de la validité statistique. Les contributions les plus importantes sont celles de Stephen Brown et Jerold Warner sur les problèmes de rendements concernant les données mensuelles en 1980 et les problèmes dans utilisation des données journalières en 1985. (S.V.D. Nagesrawa & al., 2014).

En 2005, Kothari et Warner formulaient de nouvelles recommandations afin de résoudre les problèmes économétriques dans la méthodologie des études de l'évènement. De 1970 à 2010, plus de 600 études utilisant la méthodologie des études de l'évènements ont été rapportés. (S.V.D. Nagesrawa & al., 2014).

2.2.3 Fondements théoriques

L'étude de l'évènement n'est pas sans fondements théoriques et repose essentiellement sur trois hypothèses :

- a. **L'efficience des marchés** : d'après la définition donnée par Fama (1970, p383) « l'efficience des marchés représente une situation où les prix des titres financiers reflètent toute l'information disponible ». Selon cette hypothèse, considérée comme centrale en finance, les acteurs sont supposés agir de manière rationnelle et les prix des actifs financiers sont supposés être efficients. Ce qui implique que les titres financiers devraient donc être égaux à leurs valeurs fondamentales, soit du fait de la rationalité des investisseurs, soit du fait des arbitrages qui effaceraient toute anomalie de prix. (Dobrica ,2006). Néanmoins, Fama (1970) distingue trois formes d'efficience informationnelles :

- ***L'efficience au sens faible*** : il s'agit des informations connues, publiées et qui ont été incluses dans le cours passés des actifs financiers. Par exemple les comptes publiés les années précédentes ou les séries de taux de change. L'hypothèse de l'efficience informationnelle au sens faible ne permet pas d'obtenir un avantage particulier des observations antérieurs puisque les valeurs historiques des cours sont déjà intégrés au cours actuel. (Boufama,2013)
- ***L'efficience au sens semi fort*** : cette forme d'efficience regroupe les informations publiques disponibles à l'instant même de leur publication comme les annonces d'augmentation de capital ou la publication de bilan. L'hypothèse de l'efficience informationnelle au sens semi fort ne procure aucun avantage particulier par rapport à des informations récemment rendues publiques puisque les cours s'adaptent aussitôt à l'annonce publique de l'évènement. Les tests effectués pour vérifier cette hypothèse de l'efficience informationnelle au sens semi fort portent le nom d'étude de l'évènement. (Boufama,2013)
- ***L'efficience au sens fort*** : cette catégorie reprend les informations non publiées mais détenues par des agents économiques privilégiés du fait de leur position dans l'entreprise. L'hypothèse de l'efficience au sens fort ne permet pas non plus de tirer un quelconque avantage d'une information privilégié puisque les cours s'adaptent instantanément à l'apparition d'un évènement non publique. (Boufama,2013)

b. L'imprévision de l'évènement : Cette hypothèse est basée sur l'idée que la presse annonce un événement. Avant cela, le marché n'a pas d'informations sur cet événement et les acteurs économiques les obtiennent lors de son annonce dans la presse. Cependant, il est possible que cet événement ait été anticipé ou que des informations aient été divulguées au marché avant l'annonce officielle. Lorsqu'il y a des fuites d'informations, l'utilisation de la méthodologie de l'étude d'évènement devient problématique car il est difficile de déterminer quand les acteurs économiques ont eu connaissance de la nouvelle information. Par exemple, les informations sur les changements de contrôle de l'entreprise et sur la rotation des cadres supérieurs peuvent être divulguées avant l'annonce officielle de la direction, ce qui signifie que certains acteurs économiques peuvent être au courant avant que les événements ne soient officiellement annoncés. (McWilliams & Siegel, 1997)

- c. **Les effets de confusion** : cette hypothèse est considérée comme la plus critique de la méthodologie de l'évènement. Elle est basée sur l'idée que le chercheur a été capable d'isoler l'effet de l'évènement étudié des effets d'autres évènements concomitants et qu'il n'y a donc pas d'effets de confusion provenant d'autres évènements. Les évènements confusionnels pouvant avoir un impact sur le prix de l'action sont par exemple l'annonce du lancement d'un nouveau produit, l'annonce de bénéfices inattendus ou encore le changement de dirigeant clé. Plus la période d'étude de l'impact d'un évènement est longue (event window ou fenêtre d'évènement), plus il est difficile de contrôler les effets de confusion. (McWilliams & Siegel, 1997)

2.2.4 La méthodologie de l'étude de l'évènement

Pour mener une étude d'évènements, il est essentiel de comprendre trois éléments clés : l'échantillon, les paramètres et le modèle permettant de modéliser les rendements de titres (Boufama, 2013). Bien qu'il n'y ait pas une seule et unique manière de réaliser une étude de l'évènement, il existe dans la pratique une série d'étapes à suivre et à définir afin de mener à bien ce type d'étude (Campbell & al, 1997). Les différentes étapes à suivre sont les suivantes :

2.2.4.1 Définition de la date d'évènement

En général, la première étape de l'élaboration d'une étude d'évènement est de déterminer avec précision la date de l'évènement à étudier. Cette date est essentielle pour analyser de manière empirique l'effet que l'évènement peut avoir sur les cours des titres qui composent l'échantillon. Une date précise permet également de déterminer correctement la durée des différentes périodes autour de l'évènement sur une échelle temporelle. Ces évènements, souvent des informations, sont généralement publiés dans la presse financière spécialisée sous forme d'annonces publiquement rendues disponibles. Par conséquent, la première étape de la méthodologie de l'étude d'évènements consiste à spécifier la date de l'annonce de l'évènement, ainsi que les différentes périodes centrées autour de celle-ci, sur une échelle temporelle. (Boufama, 2013)

2.2.4.2 Définition de la période d'événement et d'estimation

La ligne du temps d'une étude d'événement est constituée de la date de l'événement notée ($t = 0$) et de trois périodes distinctes. Ces périodes comprennent la période entourant l'événement, la période précédant l'événement et la période suivant l'événement. (Skrepnek & Lawson, 2001 ; Boufama, 2013)

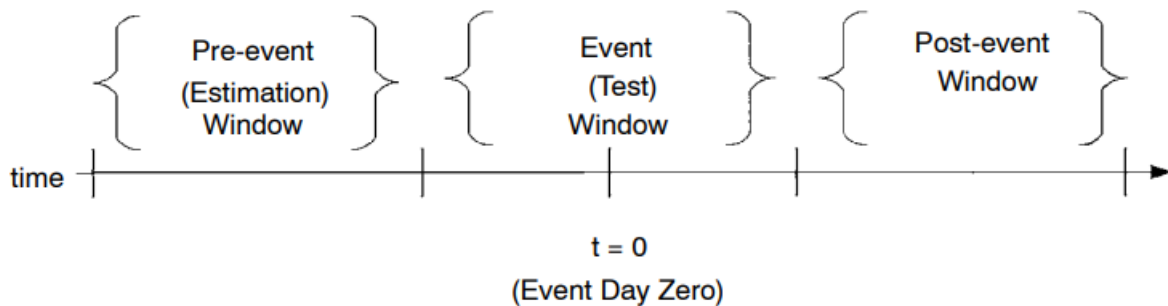


Figure 1: ligne du temps d'une étude événementielle¹

La période qui entoure la date de l'événement et qui permet de réaliser des tests empiriques est appelée la période d'événement (event window) ou la période de test. Elle est composée de deux sous-périodes :

- la période pré-événement, qui est antérieure à la date de l'événement
- la période post-événement, qui est postérieure à la date l'événement

Lorsque la taille de ces deux sous périodes est la même, on dit qu'elles sont symétriques.

La période d'événement est une période déterminée au préalable qui doit inclure l'impact de l'événement étudié. Par conséquent, en utilisant des tests statistiques, cette période d'événement devrait nous permettre de confirmer ou d'infirmer la présence de ces effets.

Les deux autres périodes, avant et après la période d'événement, sont réservées à l'estimation des paramètres du modèle de rendements de titres. La période d'estimation (estimation window) peut se situer avant l'événement, après l'événement ou être une période combinée comprenant à la fois une période antérieure et une période postérieure à l'événement. En règle générale, la période de l'événement n'est pas incluse dans la période d'estimation afin d'éviter que

¹ Campbell JY, Lo AW, MacKinlay AC. The Econometrics of financial markets. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997; 157.

l'évènement n'influence l'estimation des paramètres du modèle d'évaluation (Campbell, 1997). La période d'estimation doit être définie de manière à exclure les effets de l'évènement étudié.

2.2.4.3 La modélisation des rentabilités des titres : le modèle de marché

Le principe de base d'une étude de l'évènement est de calculer la différence entre la rentabilité espérée et la rentabilité réelle des titres. Dans la littérature financière, cette différence est appelée rendement anormal. L'équation du rendement anormal prend donc la forme qui suit :

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau} | X_{\tau})$$

Avec :

- $AR_{i\tau}$, $R_{i\tau}$, and $E(R_{i\tau} | X_{\tau})$ sont respectivement les rendements anormaux, réels et espérés du titre i à la période t
- X_{τ} est l'information qui conditionne le modèle de rendement normal.

Afin d'estimer les conséquences d'un évènement sur la rentabilité d'un titre, il existe plusieurs modèles d'évaluation des rendements espérés. Parmi ceux-ci, voici les principaux modèles utilisés :

- Le modèle de marché (Market model).
- Le modèle à rendement constant (The constant mean model ou mean-adjusted return model).
- Le modèle de rentabilité du marché ajustée (the market-adjusted return model).
- Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF - CAPM).

L'utilisation de chacun de ces modèles est différente mais l'objectif et le principe est le même, celui d'obtenir les rendements espérés des titres afin de calculer les rendements anormaux (Boufama,2013). La principale différence entre ces modèles est que certains sont ajustés par rapport à la moyenne alors que d'autres sont ajustés sur le marché, mais aussi que certains modèles utilisent la régression linéaire alors que d'autres ne l'utilisent pas. Le modèle qui sera appliqué dans ce mémoire est le modèle de marché, le modèle le plus souvent utilisé dans le cadre des études de l'évènement et le plus approprié pour répondre à la problématique de ce mémoire.

Selon MacKinley (1997, p.18), « le modèle de marché est un modèle statistique qui relie le rendement d'un titre donné au rendement du portefeuille de marché. La spécification linéaire du modèle découle de l'hypothèse de la normalité conjointe du rendements des actifs ». La relation linéaire existante entre le rendement du titre et du marché s'écrit de la manière suivante :

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ et } \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Avec :

- R_{it} et R_{mt} sont respectivement les rendements du titre i et du marché m à la période t
- ε_{it} est le terme d'erreur de moyenne zéro et de variance $\sigma_{\varepsilon_i}^2$
- α_i est l'intercepte de l'équation
- β_i est le coefficient de la pente de régression et exprime la sensibilité du titre i à la fluctuation du marché m

2.2.4.4 L'estimation des paramètres du modèle de rentabilités des titres

α_i , β_i , et $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ représentent les paramètres à estimer dans ce modèle. Les coefficients α_i et β_i sont estimés par application de la méthode des Moindres Carrées Ordinaires (MCO). Le β_i est calculé en premier comme suit :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^T (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)}{\sum_{t=1}^T (R_{mt} - \bar{R}_m)^2}$$

Avec :

- $\bar{R}_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{it}$ qui correspond à la rentabilité moyenne des titres i
- $\bar{R}_m = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{mt}$ qui correspond à la rentabilité moyenne du marché m
- T = durée de la période d'estimation

Ensuite, grâce à la valeur trouvée pour β_i , il est possible de calculer le α_i de la manière suivante :

$$\alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

Une fois que α_i et β_i ont été calculés, il devient alors possible de calculer le rendement anormal correspondant au terme d'erreur ou de prédiction :

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Avec $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ correspondant aux estimations des paramètres α et β .

En supprimant la partie du rendement qui est liée à la variation du rendement du marché, la variance du rendement anormal est réduite, ce qui peut améliorer la capacité à détecter les effets d'un événement. (MacKinley, 1997)

La variance $\sigma_{\varepsilon i}^2$, correspondant à la variance des rendements anormaux, sera utilisée ultérieurement pour effectuer les tests statistiques. Elle est estimée selon l'équation qui suit :

$$\sigma_{\varepsilon i}^2 = \frac{1}{T-2} \sum_{t=1}^T (R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt})^2$$

Selon la littérature, les trois paramètres du modèle (α_i , β_i et $\sigma_{\varepsilon i}^2$) sont généralement estimés en utilisant les données provenant de la période d'estimation (estimation window).

Dans le cadre de ce mémoire, les rendements des titres seront remplacés par des rendements d'indices boursiers nationaux tels que le CAC40 en France par exemple, qui seront linéairement liés au rendement de marché d'un indice européen plus globale, l'Euro Stoxx 600

2.2.4.5 Calcul et agrégation des rentabilités anormales

Lorsque les paramètres α , β du modèle de rentabilité espéré sont estimés, il devient alors possible de calculer les rentabilités anormales. Comme dit précédemment, L'équation du rendement anormal prend la forme qui suit :

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau} | X_\tau)$$

Avec :

→ $AR_{i\tau}$, $R_{i\tau}$, and $E(R_{i\tau} | X_\tau)$ sont respectivement les rendements anormaux, réels et espérés du titre i à la période t

→ X_τ est l'information qui conditionne le modèle de rendement normal.

En incorporant la valeur des paramètres α , β dans le modèle de rentabilité espérée, l'équation du rendement anormal devient :

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - \alpha_{it} - \beta_i R_{et}$$

Avec :

→ AR_{it} est le rendement anormal du titre i à la date t

→ R_{it} et R_{mt} sont respectivement les rendements réels du titre i et du marché boursier m à la période t

→ α_i est l'intercepte de l'équation

→ β_i est le coefficient de la pente de régression et exprime la sensibilité du titre i aux fluctuations du marché boursier m

→ ε_{it} est le terme d'erreur

Le calcul de la rentabilité anormale AR_{it} , qui représente le terme résiduel du modèle de marché, est effectué pour chaque date de la période d'événement. Toutefois, il n'est pas utile de réaliser des tests avec une seule observation d'événement, il est donc essentiel de les regrouper. Il faut donc regrouper les observations de rendement anormal lors de la période de l'événement. (MacKinley, 1997). Deux méthodes sont utilisées pour agréger les rendements anormaux (Skrepnek & al, 2001) :

– le cumulative abnormal return ou rendement anormal cumulatif (CAR)

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = AR_{i\tau_1} + \dots + AR_{i\tau_2} = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

– le Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) ou abnormal performance index (API)

$$BHAR(\tau_1, \tau_2) = \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \prod_{t=\tau_1}^{\tau_2} (1 + AR_{it}) \right) - 1$$

Selon Krepnek (2001), l'utilisation des CAR s'est établi comme étant l'approche la plus prédominante dans l'agrégation des rendements anormaux. Cependant, Kothari et Warner (1997) soutiennent que les CAR sont biaisés à la hausse dans les études à long terme, ce qui

entraîne un sur-rejet de l'hypothèse nulle. En effet, dans les études de l'évènement à long terme, la méthode BHAR est l'approche dominante.

2.2.4.6 L'application des tests statistiques

Les tests statistiques sont utilisés pour évaluer l'impact statistiquement significatif d'un évènement spécifique sur les performances d'une entreprise ou d'un marché financier.

Dans le cadre des études de l'évènement, les tests statistiques les plus fréquemment utilisés sont les tests paramétriques (par exemple, test de student) et les tests non-paramétriques et semi-paramétriques (par exemple, tests de Wilcoxon, etc.).

L'hypothèse nulle d'une étude d'évènement stipule que l'évènement étudié n'a pas d'impact sur le rendement normal des actifs financiers lors de la période d'évènement. L'hypothèse alternative, le contraire de l'hypothèse nulle, stipule quant à elle que l'évènement étudié a un impact sur la performance normale des actifs financiers. Les hypothèse nulle et alternative s'écrivent alors de la façon suivante :

$$H_0: CAR_{t1,t2}, BHAR_{t1,t2}, AR_t = 0$$

$$H_1: CAR_{t1,t2}, BHAR_{t1,t2}, AR_t \neq 0$$

Selon Nageswara (2014), Le test paramétrique de student est le meilleur test pour mesurer la significativité des rendements anormaux. L'équation du t-student observé s'écrit :

$$t_{obs} = \frac{AR_{it}}{\sigma_{AR_{it}}} \quad (\text{test pour un jour})$$

$$t_{obs} = \frac{CAR_{it1,t2}}{(t2-t1+1)^{1/2}\sigma_{AR_{it}}} \quad \text{ou} \quad t_{obs} = \frac{BHAR_{it1,t2}}{(t2-t1+1)^{1/2}\sigma_{AR_{it}}} \quad (\text{test sur plusieurs jours})$$

Avec :

- AR_{it} est le rendement du titre i à la date t
- $CAR_{it1,t2}$ et $BHAR_{it1,t2}$ sont les rendements cumulés du titre i sur la période $t1, t2$
- $\sigma_{AR_{it}}$ est l'écart type des rendements anormaux du titre i à la période t
- $t1$ et $t2$ sont les bornes supérieure et inférieure de la période de cumulation

3 Partie empirique : étude de l'évènement

Dans cette partie pratique du mémoire divers points seront abordés tels que les hypothèses de recherche, les données financières et électorales utilisées ainsi que la mise en pratique de la méthodologie de l'étude d'évènement adaptée à un contexte particulier. Enfin, cette partie se clôturera par l'analyse des résultats et les limites de l'étude.

3.1 Chapitre 1 : les hypothèses

Dans la littérature, le lien entre performance boursière et orientation politique d'un parti s'appelle l'effet partisan. Aussi, le lien entre une performance significativement positive des marchés boursiers et l'orientation idéologique d'un parti politique est nommé la prime partisane.

L'objectif premier de ce mémoire est de répondre à la question de savoir si la bourse préfère la victoire aux élections des partis politiques de gauche ou de droite ? Afin de déterminer une éventuelle prime partisane, ce mémoire aura pour but d'analyser à court terme la performance boursière de plusieurs indices nationaux à différents moments autour de l'annonce des résultats électoraux.

En raison de la sporadicité des élections, cette étude adoptera une approche internationale dans le but d'augmenter le nombre d'observations dans l'échantillon et augmenter la puissance statistique des tests (Bialkowsky&al,2006). L'échantillon de cette étude est composé de 30 observations (élections) provenant de cinq pays européens.

Pour répondre à la question de recherche principale de ce mémoire, les hypothèses A et B sont posées. Elles seront testées afin de déterminer l'existence d'une éventuelle prime partisane, en identifiant une surperformance significative des indices boursiers à l'annonce de la victoire d'un parti politique de gauche ou de droite.

<i>Hypothèse A : l'annonce de la victoire d'un parti de droite aux élections a entraîné une surperformance des indices boursiers.</i>

<i>Hypothèse B : l'annonce de la victoire d'un parti de gauche aux élections a entraîné une surperformance des indices boursiers.</i>

Ensuite, l'hypothèse C sera testée afin de confirmer les résultats des deux premières hypothèses. Elle permettra de déterminer si les élections ont, de manière globale, un effet statistiquement significatif sur les indices boursiers.

Hypothèse C : <i>les élections ont un effet significatif sur les marchés boursier.</i>
--

3.2 Chapitre 2 : contexte et données brutes

3.2.1 Le contexte de l'étude

L'étude de ce mémoire se concentre sur la performance des indices boursiers autour des élections nationales de cinq pays d'Europe occidentale qui sont la France, l'Allemagne, l'Espagne, l'Angleterre et l'Italie. Ces pays ont été choisis en raison de trois critères à savoir :

- Le score enregistré en termes de PIB qui font de ces pays les cinq plus grandes économies européennes.
- Leurs plateformes boursières reprenant la cotation des principaux indices boursiers nationaux d'Europe occidentale.
- Enfin, du clivage gauche droite existant dans la sphère politique de chacun des pays.

Le tableau ci-dessous reprend les informations de chacun des pays sur base des 3 critères cités précédemment :

<u>Pays</u>	<u>PIB (en millions de \$ US courants) 2021²</u>	<u>Marché boursier principal (et principal indice boursier national)</u>	<u>Principaux partis politiques (gauche / droite) 2022</u>
<u>Allemagne</u>	4 259 934,91	La bourse de Francfort (DAX 30)	Le Parti Social-Démocrate (SPD) / L'Union chrétienne-démocrate (CDU)
<u>Angleterre</u>	3 131 377,76 ³	London Stock Exchange (FTSE 100)	Le parti travailliste / le parti conservateur
<u>Espagne</u>	1 427 380,68	Bolsa de Madrid (IBEX 35)	Le parti Socialiste Ouvrier Espagnol

²

https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.CD?end=2021&locations=EU&most_recent_valuedesc=true&start=2021&view=map

³ La valeur du PIB est celui du Royaume-Uni qui comprend non seulement l'Angleterre, mais également l'Écosse, le pays de Galles et l'Irlande du Nord, qui sont les quatre nations constitutives du Royaume-Uni. Toutefois, l'Angleterre représente la plus grande économie du Royaume-Uni en termes de PIB.

			(PSOE) / le Parti Populaire (PP)
<u>France</u>	2 957 879,76	Euronext Paris (CAC 40)	le Parti Socialiste, La France Insoumise, et Europe Écologie Les Verts / Renaissance, les Républicains et le Rassemblement National.
<u>Italie</u>	2 107 702,84	Borsa Italiana (FTSE MIB)	le Parti Démocrate / Forza Italia, la Ligue du Nord, et Fratelli d'Italia.

Tableau 1 : critères de sélections (PIB 2021, marché boursiers et partis politiques)

3.2.2 Les données financières

Les données financières historiques de chaque pays étudié proviennent principalement de Google finance⁴ mais également de Yahoo finance⁵. Les cinq indices boursiers de cette étude sont :

- Le CAC40 pour la France.
- Le DAX30 pour l'Allemagne.
- L'IBEX35 pour l'Espagne.
- Le FTSE100 pour l'Angleterre.
- Le FTSE Italia all-share pour l'Italie.

Ces indices boursiers reprennent la cotation des entreprises possédant les plus grandes capitalisations boursières du pays sauf le FTSE Italia all-share qui reprend la cotation de toutes les entreprises cotées en bourse en Italie. Le choix de l'indice FTSE Italia all-share est

⁴ <https://www.google.com/sheets/about/>

⁵ <https://finance.yahoo.com/>

conditionné par l'indisponibilité des données concernant le FTSE MIB, l'indice boursier Italien constitué des 40 plus grandes valeurs cotées en bourse en Italie.

En plus des indices boursiers de ces cinq pays, un indice boursier européen a été sélectionné afin de s'assurer que les rendements des indices boursiers nationaux observés lors de l'analyse des résultats sont bien le fait des événements électoraux et non pas d'une réaction globale du marché.

L'indice boursier européen choisi, qui sera utilisé lors du calcul des rendements attendus des indices nationaux, est l'**Euro Stoxx 600**. Celui-ci est considéré comme un indicateur important de la santé économique de l'Europe et est largement utilisé par les investisseurs pour suivre la performance des marchés boursiers européens dans leur ensemble. En effet, l'Euro Stoxx 600 mesure la performance de 600 grandes entreprises de différents secteurs d'activité dans 17 pays de la zone euro. Toutefois, il est à noter que depuis le 31 janvier 2020, les entreprises anglaises ne font plus partie de l'Euro Stoxx 600 en raison du Brexit mais cela n'aura aucune incidence dans le cadre de ce mémoire puisque les dernières élections anglaises ont eu lieu en 2019.

L'horizon temporel utilisé dans l'analyse de chaque pays est directement dépendant de la disponibilité des données financières de l'indice européen Euro Stoxx 600 sur les sites de fournisseur de données étant donné que c'est cet indice qui sera utilisé comme variable indépendante lors du calcul des rendements espérés de chaque indice national. Les données boursières historiques pour chaque indice boursier national sont comprises entre les dates suivante :

- CAC40 : du 17 juillet 1998 au 30 décembre 2022, soit 24 ans.
- DAX30 : du 17 juillet 1998 au 30 décembre 2022, soit 24 ans.
- IBEX35 : du 17 juillet 1998 au 30 décembre 2022, soit 24 ans.
- FTSE100 : du 17 juillet 1998 au 30 décembre 2022, soit 24 ans.
- FTSE Italia all-share : du 2 janvier 2003 au 30 décembre 2022, soit 19 ans.

De plus, l'étude portera sur les cours de clôture ajustés journaliers de chaque indice boursier et période. Conformément aux recommandations de Brown et Warner (1985), les jours de trading avec des rendements manquants, ainsi que le jour de trading suivant, ont été exclus de l'ensemble de données. Aussi, les indices boursiers étudiés dans ce mémoire suivent un

calendrier basé sur les jours ouvrés, du lundi au vendredi, à l'exception des jours fériés officiels où les marchés sont fermés.

3.2.3 Les données électorales

Les dates et les résultats des élections de chaque pays sont des informations publiques récoltées à partir de sites d'informations officiels sur internet tels que :

- Le site du ministère de l'intérieur pour la France⁶, l'Espagne⁷ et l'Italie.⁸
- Le site du bureau fédéral du scrutin électoral en Allemagne⁹.
- Le site du parlement du Royaume-Uni pour l'Angleterre¹⁰.

Pour chaque pays, cette étude se focalise sur les élections au niveau national déterminant les grandes orientations économiques du pays, à savoir :

- Les élections présidentielles en France.
- Les élections fédérales en Allemagne.
- Les élections générales en Angleterre.
- Les élections parlementaires en Italie.
- Les élections générales en Espagne.

La partie empirique de l'étude comptabilise au total un échantillon de 30 élections :

- 5 élections pour la France (de 2002 à 2022)
- 6 élections pour l'Allemagne (de 2002 à 2021)
- 6 élections pour l'Angleterre (de 2001 à 2019)
- 5 élections pour l'Italie (de 2006 à 2022)
- 8 élections pour l'Espagne (de 2000 à 2019)

Il est important de noter que le système électoral de chaque pays est caractérisé par un système de représentation gouvernementale. Le système de représentation gouvernementale, qui se réfère à la structure du gouvernement, permet de définir la manière dont le pouvoir sera réparti

⁶ <https://www.interieur.gouv.fr/Elections/Les-resultats>

⁷ <https://infoelectoral.interior.gob.es/opencms/es/elecciones-celebradas/resultados-electorales/>

⁸ <https://elezionistorico.interno.gov.it/index.php?tpel=C>

⁹ <https://www.bundeswahlleiter.de/en/bundestagswahlen/2021.html>

¹⁰ <https://commonslibrary.parliament.uk/research-briefings/cbp-7529/>

et exercé au sein des institutions gouvernementales. Selon Vuchelen (2003), il existe deux types de système de représentation gouvernementale :

- Le système de représentation majoritaire, favorisant la formation d'un gouvernement avec un parti dominant, comme la France ou l'Angleterre.
- Le système de représentation proportionnelle, favorisant la formation d'un gouvernement à partir d'une coalition entre différents partis politiques comme l'Espagne, l'Italie et l'Allemagne.

Dans les pays avec une représentation gouvernementale proportionnelle, l'identification de l'orientation idéologique du gouvernement au pouvoir peut s'avérer complexe en raison des coalitions qui peuvent se former entre les différents partis politiques. Toutefois, ce problème ne se posera pas dans ce mémoire. En effet, selon Vuchelen (2003), la formation d'une coalition requiert un temps important, plusieurs mois, alors que l'analyse de ce présent mémoire se focalisera uniquement sur un horizon à court terme de quelques jours.

Par conséquent, la victoire d'un parti politique de gauche ou de droite aux élections nationales est simplement déterminée en examinant les résultats du scrutin électoral final., c'est-à-dire en identifiant l'orientation idéologique du parti politique obtenant le plus grand nombre de voix aux élections.

3.3 Chapitre 3 : méthodologie

Bien qu'il n'y ait pas une seule et unique manière de réaliser une étude de l'évènement, il existe dans la pratique une série d'étapes à suivre et à définir afin de mener à bien ce type d'étude (Campbell & al, 1997). Les étapes suivies dans ce mémoire sont les suivantes :

3.3.1 Définition des périodes à étudier

3.3.1.1 Date de l'évènement (event date)

La date d'évènement correspond au moment où l'information est réellement intégrée au cours boursier de l'indice et constitue la date 0 ($t=0$) sur l'échelle de temps de l'étude de l'évènement. En ce qui concerne ce mémoire, l'annonce du résultat des élections a généralement lieu le soir du dernier jour du scrutin électoral. La date $t=0$ correspondra au lendemain du dernier jour du scrutin, soit le jour à partir duquel le cours des indices est censé refléter l'annonce de l'évènement,

3.3.1.2 La période d'évènement (event window)

La période d'évènement est la période qui entoure la date d'évènement et sur laquelle les tests statistiques sont effectués. Selon la littérature, cette période peut être à long terme (un an ou plus) ou à court terme (entre 2 et 10 jours). L'étude de ce mémoire analysera l'impact des élections sur le rendement des indices boursiers nationaux sur un horizon court terme. D'après Kothari et Warner (2008), nous pouvons avoir plus confiance et donner plus de poids aux tests statistiques des études court terme qu'aux tests statistiques à long terme. En effet, les effets d'un évènement sur le marché boursier sont plus facilement détectés lorsque la période à analyser est courte. Plus le temps passe, plus les effets d'un évènement ont tendance à se dissiper. Selon Fama (1991), les tests court terme représente la preuve la plus évidente en matière d'efficience du marché.

Cette période d'évènement est divisée en deux sous-périodes :

- ❖ La période pré-évènement, qui se réfère à la période précédant la survenance d'un évènement. Au cours de cette période, les marchés financiers peuvent anticiper les conséquences potentielles d'un évènement et s'ajuster en fonction de leurs perceptions

de l'impact éventuel de l'évènement sur les marchés. La période pré-évènement de l'étude sera composée d'une fenêtre d'évènement de 3 jours et une autre de 10 jours.

- ❖ La période post-évènement, qui a lieu après l'évènement, représente la période pendant laquelle les marchés financiers ajustent leurs prix pour refléter les conséquences de l'évènement. La période post-évènement de l'étude sera composée d'une fenêtre d'évènement de 3 jours et une autre de 10 jours.

Par conséquent, la période totale de la période d'évènement [T-10 ; T+10] correspond à la période comprenant l'ensemble des deux sous-périodes autour de l'évènement. Elle permet d'obtenir une vision globale sur le rendement des cours boursiers tout au long de la période couvrant l'évènement étudié. La période totale de l'étude est donc de 21 jours, ce qui revient à un mois en jour de trading.

3.3.1.3 La période d'estimation (estimation window)

La période d'estimation, période se situant généralement avant et à l'extérieur de la période d'évènement, est une période de référence qui est utilisée pour déterminer le comportement 'normal' des rendements boursiers en l'absence de l'évènement étudié. Les rendements au cours de cette période sont appelés rendements 'normaux'. En règle générale, la période de l'évènement n'est pas incluse dans la période d'estimation afin d'éviter que l'évènement n'influence l'estimation des paramètres du modèle d'évaluation (Campbell, 1997). En effet, c'est sur base des rendements réels au cours de cette période que les paramètres α et β du modèle de marché sont calculés. Il n'existe pas dans la littérature une durée spécifique à prendre en compte pour déterminer la période d'estimation. Plusieurs chercheurs (Obradovic&al.,2007 ; Skrepnek&al.,2001 ; McWilliams &al.,1997) ont utilisé des durées différentes sans donner de justifications précises. La période d'estimation de l'étude ci-présente est de 250 jours de trading, ce qui revient à une durée de plus d'une année, durée considérée suffisante pour évaluer le cours 'normal' d'un indice boursier.

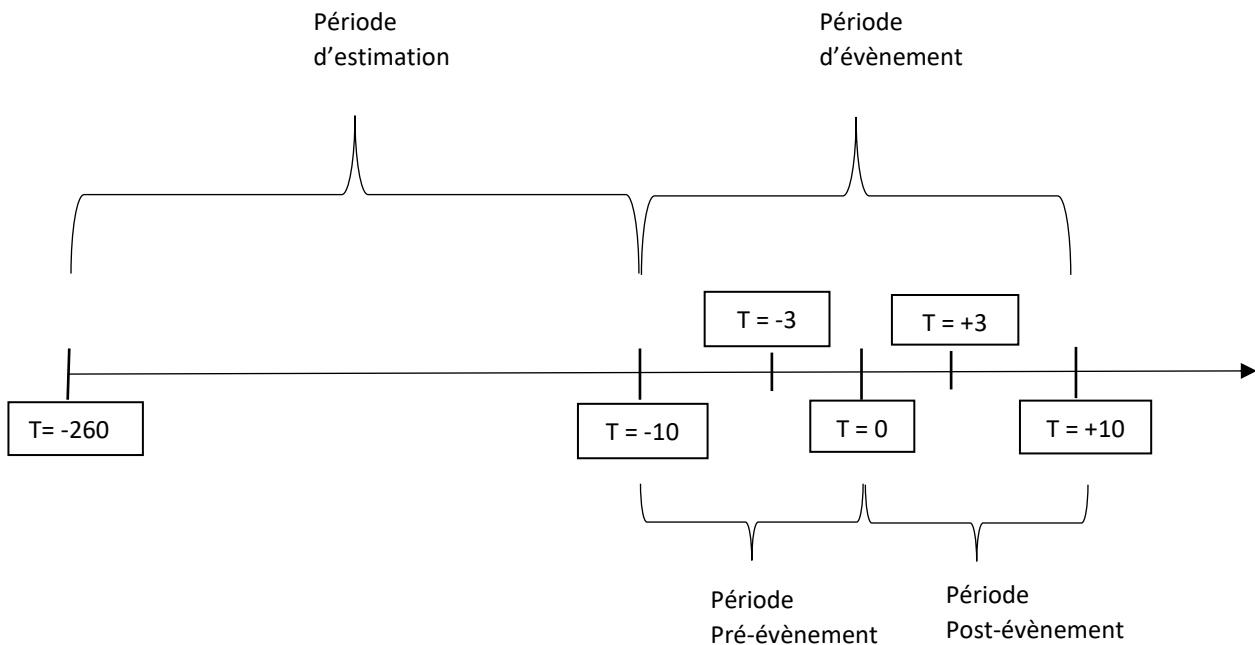


Figure 2 : Ligne du temps de l'étude de l'évènement sur l'impact des élections générales sur les indices boursiers nationaux

3.3.2 Calcul du rendement des indices boursiers

Avant d'effectuer le calcul des rendements anormaux et afin d'estimer les paramètres α et β du modèle de marché, il est nécessaire de passer par l'étape consistant à simplement calculer le rendement des indices boursiers nationaux ainsi que celui de l'indice européen, Euro Stoxx 600. A cette fin, ce sont les prix de clôture ajustés quotidiennement qui seront utilisés pour calculer les rendements quotidiens des indices boursiers nationaux et de l'indice européen. L'utilisation des cours de clôture ajustés est la norme dans ce contexte (Campbell et al., 1997). Les rendements journaliers des indices nationaux et européen seront donc calculés comme suit :

$$R_{it} = \frac{C_{it}}{C_{it-1}} - 1$$

Avec :

- R_{it} correspondant au rendement de l'indice boursier i à la date t
- C_{it} correspondant au cours de l'indice i à la date t
- C_{it-1} correspondant au cours de l'indice i à la date $t-1$

3.3.3 La modélisation du rendement espéré des indices boursiers nationaux

Dans cette étude, la modélisation des rendements espérés des indices boursiers sera assurée par le modèle de marché. L'objectif de ce modèle consiste donc à modéliser le rendement réel des indices et leur prédiction (Boufama,2013). Ce modèle établit une relation linéaire entre une variable dépendante et une variable indépendante afin de prédire les valeurs théoriques de la variable dépendante par rapport à la variable indépendante. Ainsi, la modélisation des rendements espérés des indices boursiers nationaux est obtenue en effectuant une régression linéaire simple des rendements réels des indices nationaux (variable dépendante) sur les rendements réels de l'indice européen (variable indépendante), indice représentant le marché boursier en lien avec les indices boursiers nationaux. Le modèle de marché exprime l'équation de la rentabilité espérée comme suit :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i * R_{et}$$

Avec :

- α_i est l'intercepte de l'équation
- β_i est le coefficient de la pente de régression et exprime la sensibilité de l'indice national i aux fluctuations de l'indice européen e .
- R_{et} est le rendement de l'indice européen e à la période t

3.3.4 Estimation des paramètres du modèle

Comme dit précédemment, les rendements anormaux pour une période donnée sont calculés en effectuant la différence entre la rentabilité réelle ou observée et la rentabilité espérée ou théorique d'un titre. Lors de ce mémoire, la rentabilité des titres sera remplacée par la rentabilité des indices boursiers de chaque pays. L'équation de la rentabilité anormale prend la forme suivante :

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau})$$

Avec :

- $AR_{i\tau}$, $R_{i\tau}$, and $E(R_{i\tau})$ sont respectivement les rendements anormaux, réels et espérés de l'indice i à la période t

L'élément inconnu dans cette équation est $E(R_{it})$, le rendement espéré de l'indice i à la date t . Le modèle de marché exprime l'équation de la rentabilité espérée comme suit :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i * R_{et}$$

Les deux paramètres à estimer dans l'équation de la rentabilité espérée afin de calculer la rentabilité anormale des indices boursiers nationaux sont α , la constante de la régression linéaire et β , la pente de la régression linéaire qui exprime la sensibilité de l'indice boursier national par rapport à l'indice boursier européen. La régression linéaire qui établit le lien entre le rendement des indices boursiers nationaux et le rendement de l'indice européen est réalisée à l'aide du logiciel Microsoft Excell (d'autres logiciels existent pour ce calcul tel que R, SAS, SPSS, Stata.). Les coefficients α et β de la régression linéaire sont estimés grâce à la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO), réalisée également grâce au logiciel Microsoft Excell.

Les valeurs des paramètres α et β sont calculés pour chaque élection et pour chaque pays se trouvant dans l'échantillon de ce mémoire. Chaque indice boursier national sera régressé sur l'indice boursier européen l'Euro Stoxx 600, indice européen reprenant les 600 plus grandes capitalisations boursières de la zone Euro.

La régression linéaire simple entre les rendements réels des indices boursiers nationaux et européens est réalisée sur une période qui s'étend de -260 à -10 jours avant l'annonce du résultat de l'élection ($T=0$). Cette période de 250 jours correspond à la période d'estimation (estimation window) citée préalablement.

3.3.5 Calcul et agrégation des Rentabilités Anormales.

Une fois les 2 paramètres estimés, il devient alors possible de calculer les rendements anormaux. Cette rentabilité anormale est calculée pour chaque indice national de l'échantillon et est estimée pour les différentes période de l'évènement électoral (la période d'estimation et la période d'évènement). La rentabilité anormale nous donne une indication plus précise sur le rendement des indices nationaux en isolant l'impact de l'évènement étudié par l'élimination de l'influence du marché. L'équation des rendements anormaux, exprimée par le terme d'erreur ε_{it} , s'écrit de la manière suivante :

$$\varepsilon_{it} = AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - \alpha_{it} - \beta_i R_{et}$$

Avec :

- AR_{it} est le rendement anormal de l'indice i à la date t
- R_{it} et R_{et} sont respectivement les rendements réels de l'indice national i et de l'indice européen e à la période t
- ε_{it} est le terme d'erreur
- α_i est la constante de l'équation
- β_i est le coefficient de la pente de régression et exprime la sensibilité de l'indice national i aux fluctuations de l'indice européen e

Selon MacKingley (1997), Il est essentiel de regrouper les observations des rendements anormaux afin de parvenir à des conclusions statistiques globales. L'agrégation des rendements anormaux s'effectuera dans ce mémoire à travers trois dimensions : les élections, les indices boursiers et l'orientation idéologique du parti politique vainqueur des élections.

Premièrement, l'agrégation des rendements anormaux sera réalisée de manière individuelle pour chaque indice boursier national tout au long des différentes élections. Ensuite, l'agrégation des rendements anormaux sera effectuée à la fois à travers toutes les élections et tous les indices boursiers, ce qui nous permettra de calculer les rendements anormaux moyens. Enfin, ces mêmes rendements anormaux seront agrégés à travers les indices et les élections en fonction de l'orientation idéologique du parti politique qui a remporté les élections. Cela nous permettra de déterminer une éventuelle prime partisane. Dans le cadre des études de l'événement, il existe deux principales méthodes d'agrégation : les CAR (et CAAR) et les BHAR.

3.3.5.1 CAR (cumulative abnormal return) et CAAR (cumulative average abnormal return)

Le Cumulative Abnormal Return (CAR) mesure le rendement anormal total d'un indice boursier sur une période donnée en cumulant les rendements anormaux sur chaque jour de cette période. Il est calculé comme suit :

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = AR_{i\tau_1} + \dots + AR_{i\tau_2} = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

Le CAR sera mesuré individuellement pour les 5 indices nationaux au niveau des différentes fenêtres de la période d'événement lors de chaque élection. Cependant, afin d'évaluer l'effet global de toutes les élections sur les différents indices, il est nécessaire de calculer la rentabilité anormale moyenne cumulée. Les CAAR sont calculés comme suit :

$$CAAR_{t1,t2} = \frac{1}{N} \sum_{t1}^{t2} CAR_{it} = \sum_{t1}^{t2} AAR_t$$

Avec :

- $CAAR_{t1,t2}$ = les rendements anormaux moyens cumulés allant de la période t1 à t2.
- CAR_{it} = la rentabilité anormale cumulée de l'indice i pour la période t.
- AAR_t = la rentabilité anormale moyenne à la date (t).
- N = nombre d'élections dans l'échantillon (30)

Comme nous pouvons le voir dans l'équation ci-dessus, les CAAR peuvent être calculés de deux manières :

- ❖ soit en calculant la moyenne des CAR
- ❖ soit en utilisant la moyenne des AR, c'est-à-dire les AAR (average abnormal return)

Pour obtenir les AAR, il est nécessaire d'effectuer un regroupement transversal en agrégeant les rentabilités anormales à travers chaque indice et chaque élection. En effet, en combinant les rentabilités anormales des différentes périodes de tous les indices sur plusieurs élections en même temps (c'est-à-dire toutes les élections des cinq pays), il devient alors possible de calculer la rentabilité anormale moyenne. Cette rentabilité anormale moyenne (AAR), qui mesure la réaction moyenne des indices sur l'ensemble des événements électoraux, est estimée à chaque date t de la période d'événement et de la période d'estimation. L'équation de la rentabilité anormale moyenne s'écrit de la manière suivante :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Avec :

- AAR_t = Rentabilité anormale moyenne à la date (t).

→ AR_{it} = Rentabilité anormale de l'indice (i) à la date (t).

→ N = Nombre d'élections dans l'échantillon.

Enfin, dans le but de déterminer si une prime partisane en faveur des partis de gauche ou de droite existe, les rendements anormaux moyens seront agrégés en fonction de l'orientation idéologique du parti qui remportera les élections. Sur base de notre échantillon de 30 élections, 19 élections ont été remportées par un parti de droite et 11 élections ont été remportées par un parti de gauche. Le cumul des rendements anormaux moyens selon le parti politique vainqueur des élections sera obtenu par l'intermédiaire du CAAR.

3.3.5.2 **BHAR (buy and hold abnormal return)**

Le Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) mesure le rendement anormal sur une période donnée en supposant que les actifs financiers composant les indices sont détenus pendant toute la période. Tout comme les CAR, l'agrégation des rendements anormaux sera d'abord calculée de manière individuelle pour chaque indice boursier national tout au long des différentes élections qui ont lieu dans le pays. Le BHAR est calculé en effectuant le produit géométrique des rendements anormaux pour les différentes fenêtres d'événement de la période d'événement. Il est calculé comme suit :

$$BHAR(\tau_1, \tau_2) = \prod_{t=\tau_1}^{\tau_2} (1 + AR_{it}) - 1$$

Ensuite, lorsque les rendements anormaux seront regroupés à travers les indices et les élections, les BHAR seront calculés à l'aide des rendements anormaux moyens. L'équation du BHAR devient alors :

$$BHAR(\tau_1, \tau_2) = \prod_{t=\tau_1}^{\tau_2} (1 + AAR_{it}) - 1$$

La même équation sera utilisée pour estimer les BHAR lors de l'agrégation des rendements anormaux moyens en fonction du parti politique.

Il est à noter que les CAR sont généralement utilisés dans les études d'événement à court terme alors que les BHAR sont majoritaires dans les études à long terme. Dans ce mémoire, les deux

méthodes d'agrégation des rendements anormaux sont employées afin de déterminer s'il existe une différence majeure entre les deux méthodes d'agrégation lors des tests statistiques.

3.3.6 L'application des tests statistiques.

Cette étape de l'étude consiste à vérifier nos trois hypothèses en testant la significativité des rendements anormaux et leurs agrégations (CAAR et BHAR) au cours de la période d'évènements. C'est le test paramétrique de t student qui est généralement appliqué pour mesurer l'effet d'un événement, comme le recommande Brown & Warner (1980,1985). L'écart type de la rentabilité anormale moyenne pour l'ensemble des indices de l'échantillon, σ , est estimé durant la période d'estimation [t-260 ; t-10]. Les CAAR et les BHAR sont testés statistiquement sur plusieurs fenêtres de la période d'évènement : au cours de la période pré-évènement [t-10 ; t-1] et [t-3 ; t-1], de la période post-évènement [t+1 ; t+3] et [t+3 ; t+10], ainsi que lors de la période totale [t-10 ; t+10].

Le test t de student est calculé de la manière qui suit :

$$t_{obs} = \frac{CAAR_{t1,t2}}{(t2-t1+1)^{1/2} * \sigma_{AAR_i}} \text{ et } \frac{BHAR_{t1,t2}}{(t2-t1+1)^{1/2} * \sigma_{AAR_i}}$$

Avec :

- $CAAR_{t1,t2}$ est la rentabilité anormale moyenne cumulée allant de t1 à t2.
- σ_{AAR_i} est l'estimation de l'écart type de la rentabilité anormale moyenne des indices (i).
- t1, t2 sont les limites inférieure et supérieure de la période de cumulation.

La p-value est également calculée afin de mesurer la confiance que nous avons dans la différence observée entre les moyennes de rentabilités. Elle mesure la probabilité d'obtenir des résultats au moins aussi extrêmes que ceux observés dans les rendements anormaux si l'hypothèse nulle est vraie Si la p-value est inférieure au seuil de signification choisi ($\alpha=5\%$), cela suppose qu'il y a une différence significative entre les rendements réels et espérés et que l'élection a bien eu un impact sur le rendement des indices.

Les Hypothèses testées sont les suivantes :

Hypothèse A : *l'annonce de la victoire d'un parti de droite aux élections a entraîné une surperformance des indices boursiers*

Hypothèse B : : *l'annonce de la victoire d'un parti de gauche aux élections a entraîné une surperformance des indices boursiers.*

Ces deux hypothèses sont testées au cours de deux fenêtres d'événement, en $[t+1 ; t+3]$ et $[t+1 ; t+10]$ dans le but de déterminer une éventuelle surperformance statistiquement significative des indices lié à l'annonce de la victoire d'un parti de gauche ou de droite aux élections.

Les CAAR sont donc calculés en regroupant les rendements anormaux de chaque élection gagnée par la gauche ou par la droite. L'hypothèse A est testée sur base d'un échantillon de 19 élections remportées par la droite, tandis que l'hypothèse B est testée sur un échantillon de 11 élections remportées par la gauche.

Hypothèse C : *les élections ont un effet significatif sur les indices boursiers*

Cette hypothèse est testée sur plusieurs fenêtres d'évènements $[t-10 ; t-1]$, $[t-3 ; t-1]$, $[t+10 ; t+1]$ et $[t+3 ; t+1]$, ainsi que lors de la période totale $[t-10 ; t+10]$. Elle permet de déterminer si les élections ont un effet positivement ou négativement significatif sur la rentabilité des indices boursiers, et donc sur la volatilité.

Les CAAR sont calculés en agrégeant les rendements anormaux de l'ensemble des élections de l'échantillon indépendamment du parti politique gagnant de l'élection. L'hypothèse C est donc testées sur base d'un échantillon de 30 élections.

3.4 Chapitre 4 : résultats et analyses

Dans ce chapitre sont exposés et commentés les résultats des tests statistiques obtenus. Nous examinerons d'abord les résultats en fonction de l'orientation idéologique des partis politiques en analysant le t-student observé et la p-value. Ensuite, nous passerons à l'analyse globale reprenant les 30 élections sans distinction de l'appartenance idéologique des partis politique.

3.4.1 Analyse des partis de droite

En regroupant les rendements anormaux de toutes les élections remportées par la droite, nous obtenons les résultats suivants pour les CAAR et les BHAR :

Fenêtres	Return (CAAR)	T-stat (CAAR)	P-value (CAAR)
[T-3;T-1]	0,005%	0,02	49,405%
[T+1;T+3]	-0,189%	-0,70	30,503%
[T-10;T-1]	0,538%	1,10	15,218%
[T+1;T+10]	0,257%	0,52	30,727%
[T-10;T+10]	0,680%	0,96	17,523%

Tableau 2 : CAAR des partis de droite

Fenêtres	Return (BHAR)	T-stat (BHAR)	P-value (BHAR)
[T-3;T-1]	0,005%	0,02	49,448%
[T+1;T+3]	-0,189%	-0,70	30,503%
[T-10;T-1]	0,538%	1,10	15,218%
[T+1;T+10]	0,256%	0,52	30,805%
[T-10;T+10]	0,679%	0,96	17,546%

Tableau 3 : BHAR des partis de droite

L'annonce de la victoire d'un parti de droite n'a entraînée aucune performance positive et significative statistiquement sur les indices boursiers lors la période [t+1 ; t+3] et [t+1 ; t+10]. La p-value mesurée sur ces fenêtres d'évènements est supérieure au seuil de signification de 5%. L'hypothèse nulle est donc acceptée.

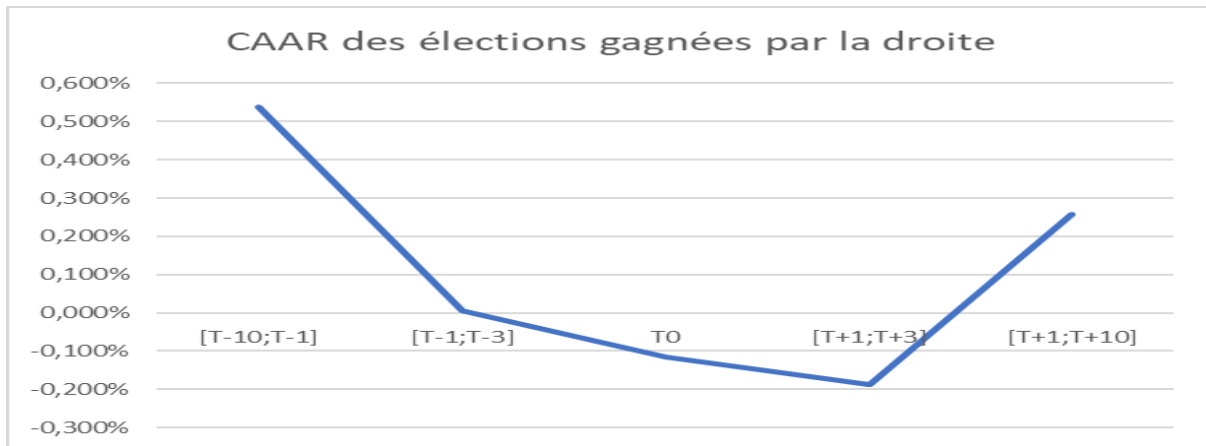


Figure 3 : CAAR des élections gagnées par la droite sur la période allant de t-10 à t10

Sur ce graphique nous observons que les CAAR ont une tendance à la baisse les jours qui précèdent la date de l'élection. Cette tendance à la baisse semble confirmer les conclusions de Nippani et Arize (2005) ainsi que He et al. (2009) selon lesquelles les marchés boursiers sont négativement affectés par l'incertitude entourant le résultat de l'élection. Après les élections, l'incertitude entourant les résultats électoraux est levée et nous observons une tendance à la hausse des rentabilités cumulées.

3.4.2 Analyse des partis de gauche

En regroupant les rendements anormaux de toutes les élections remportées par la gauche, nous obtenons les résultats suivants pour les CAAR et les BHAR :

Fenêtres	Return (CAAR)	T-stat (CAAR)	P-value (CAAR)
[T-3;T-1]	0,153%	0,39	38,086%
[T+1;T+3]	-0,290%	-0,74	29,631%
[T-10;T-1]	0,136%	0,19	44,008%
[T+1;T+10]	0,032%	0,05	48,566%
[T-10;T+10]	-0,443%	-0,43	37,089%

Tableau 4 : CAAR des partis de gauche

Fenêtres	Return (BHAR)	T-stat (BHAR)	P-value (BHAR)
[T-3;T-1]	0,152%	0,39	38,144%
[T+1;T+3]	-0,291%	-0,75	29,576%
[T-10;T-1]	0,134%	0,19	44,085%
[T+1;T+10]	0,030%	0,04	48,662%
[T-10;T+10]	-0,448%	-0,43	36,961%

Tableau 5 : BHAR des partis de gauche

L'annonce de la victoire d'un parti de gauche n'a entraînée aucune performance positive et significative statistiquement sur les indices boursiers sur la période $[t+1 ; t+3]$ et $[t+1 ; t+10]$. La p-value mesurée sur ces fenêtres d'évènements est supérieure au seuil de signification de 5%. L'hypothèse nulle est donc acceptée.

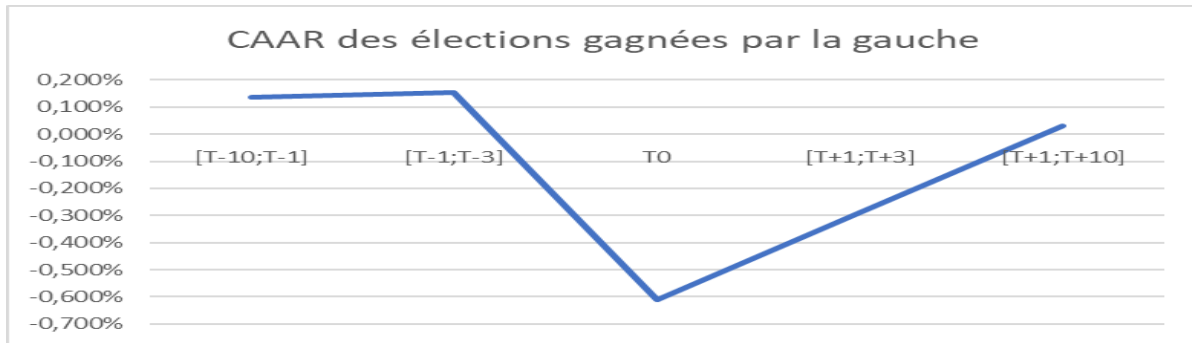


Figure 4: CAAR des élections gagnées par la gauche sur la période allant de t-10 à t+10

Sur le graphique ci-dessus, les mêmes observations pour les rendements cumulés des partis de droite sont constatées pour les rendements cumulés des partis de gauche. Une tendance à la baisse les jours qui précèdent l'élection et une tendance à la hausse des rendements cumulés après les élections lorsque l'incertitude lié aux résultats électoraux est levée.

3.4.3 Analyse globale

En regroupant les rendements anormaux de toutes les élections de l'échantillon indépendamment de l'orientation idéologique du parti politique, les résultats suivants sont obtenus pour les CAAR et les BHAR :

Fenêtres	Return (CAAR)	T-STAT (CAAR)	P-value (CAAR)
[T-3;T-1]	0,059%	0,27	41,654%
[T+1;T+3]	-0,226%	-1,02	24,662%
[T-10;T-1]	0,390%	0,97	18,100%
[T+1;T+10]	0,174%	0,43	33,863%
[T-10;T+10]	0,268%	0,46	32,605%

Tableau 6 : CAAR tous partis confondus

Fenêtres	Return (BHAR)	T-STAT (BHAR)	P-value (BHAR)
[T-3;T-1]	0,059%	0,27	41,653%
[T+1;T+3]	-0,226%	-1,02	24,646%
[T-10;T-1]	0,390%	0,97	18,101%
[T+1;T+10]	0,174%	0,43	33,930%
[T-10;T+10]	0,266%	0,45	32,713%

Tableau 7 : BHAR tous partis confondus

Toutes les fenêtres d'évènements sont testées lors de l'analyse globale. La p-value mesurée est supérieure au seuil de signification pour chacune des fenêtres. Aucune rentabilité positivement ou négativement significative statistiquement n'a été identifiée lors des différents moments autour de l'évènement électoral. L'hypothèse nulle est donc acceptée.

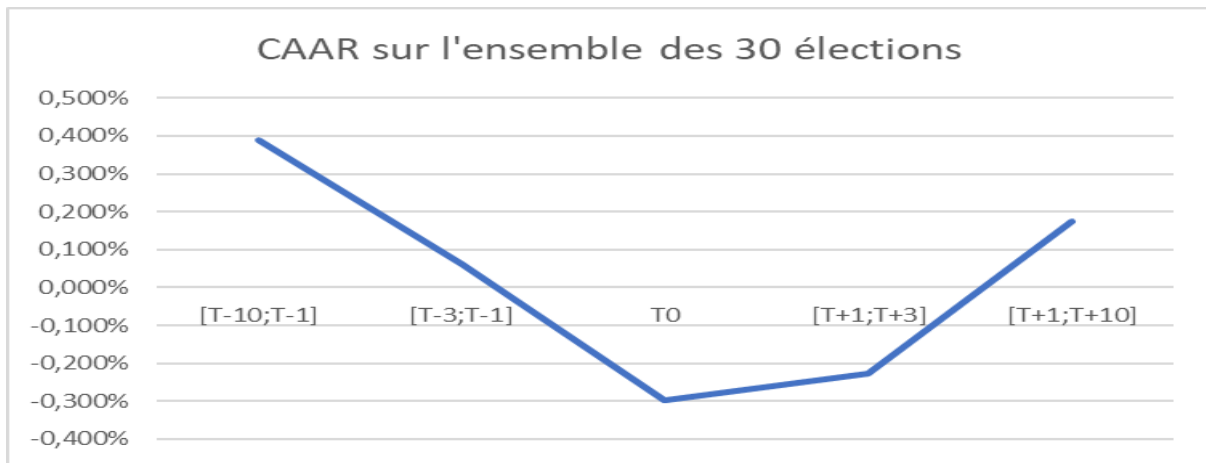


Figure 5: CAAR des élections tous partis confondus sur la période allant de t-10 à t10

Encore une fois, nous observons sur le graphique reprenant l'ensemble des rendements anormaux cumulés de l'étude, les mêmes constatations que pour les rendements cumulés des partis de gauche et de droite. Une tendance à la baisse avant les élections suivie d'une hausse des rendements cumulés après les élections lorsque l'incertitude disparaît.

3.5 Chapitre 5 : limites de l'étude

Le modèle Market est fréquemment utilisé dans les études de l'évènement et comporte beaucoup d'avantages méthodologiques. Cependant, il convient de noter qu'il comporte également certaines limites et biais potentiels.

Premièrement, il est important de noter que le modèle Market ne tient compte que de la sensibilité de l'indice national par rapport au marché global et ne prend pas en compte d'autres facteurs spécifiques à l'indice étudié qui pourraient également influencer les rendements. Les facteurs économiques, politiques et réglementaires spécifiques à chaque pays peuvent aussi influencer chaque indice national de manière distincte, sans que ces éléments ne soient pris en compte dans le modèle Market.

En effet, l'utilisation exclusive de l'indice EuroSTOXX 600 comme variable indépendante peut ne pas refléter entièrement les particularités et les interactions avec les marchés nationaux. Par conséquent, la capacité du modèle à saisir réellement l'influence de l'indice européen sur les marchés nationaux peut être limitée.

Il est donc crucial de sélectionner soigneusement l'indice de marché qui représentera au mieux le comportement global du marché, car cela peut avoir un impact significatif sur les résultats de l'étude. Les performances peuvent varier d'un indice à l'autre, ce qui rend encore plus important de faire le bon choix de l'indice global.

De plus, il est important de sélectionner avec précaution la période d'estimation afin d'éviter d'inclure des périodes où d'autres événements ou chocs de marché ont eu lieu. En effet, si la période d'estimation comprend des événements passés qui ont fortement impacté les rendements, les estimations des coefficients du modèle Market pourraient être biaisées par ces événements, ce qui pourrait conduire à une modélisation inadéquate des relations entre les indices.

Une autre considération à prendre en compte dans les limites du modèle Market est que celui-ci repose sur des hypothèses simplifiées telles que la normalité des rendements et la linéarité des relations entre les rendements et le marché. Bien que ces hypothèses puissent faciliter l'analyse, il est important de vérifier si elles correspondent à la complexité du marché financier réel.

En effet, les rendements financiers ne suivent généralement pas une distribution normale dans la réalité. Les marchés financiers sont exposés à des événements ou des mouvements brusques, ce qui entraîne des rendements bien plus éloignés de la moyenne que ce que prédirait une distribution normale. En négligeant ces caractéristiques non normales des rendements, le modèle Market risque de sous-estimer les risques et les pertes potentielles, ce qui pourrait conduire à des résultats biaisés dans l'analyse des événements.

La qualité des données financières utilisés revêt également une importance fondamentale. Certains événements spécifiques peuvent conduire à des données manquantes, affectant ainsi la fiabilité des estimations des paramètres du modèle.

Enfin, il est important de souligner que le modèle Market n'établit pas de relation de causalité directe entre les événements et les rendements, se limitant uniquement à fournir des corrélations statistiques. Il est donc nécessaire d'adopter une approche prudente dans l'interprétation des résultats.

4 Conclusion

A travers la réalisation de cette étude de l'évènement, j'ai entrepris une analyse méthodique des réactions de plusieurs indices boursiers nationaux envers les partis politiques de gauche et de droite à la suite d'événements majeurs tels que les élections. L'objectif principal de ce mémoire était de déterminer si une éventuelle prime partisane se manifestait clairement en faveur d'un des deux camps politiques.

Après une analyse détaillée avant et après les élections nationales associées à chaque parti politique, j'ai soumis les données aux tests statistiques adéquats. Les conclusions tirées de ces analyses ne révèlent aucun impact significatif de l'élection d'un parti de droite ou de gauche aux élections.

Les résultats obtenus dans ce mémoire semblent confirmer les conclusions de l'étude de Bialkowski & al. (2007). En effet, sur base d'un échantillon de 24 pays de l'OCDE et 173 gouvernements, les résultats de l'étude de Bialkowski & al indiquaient qu'il n'y avait aucune différence statistiquement significative dans les rendements entre les gouvernements de gauche et de droite, que ce soit pendant la période électorale ou tout au long du mandat. Les auteurs avaient également conclu de cette étude que la prime démocrate observée aux États-Unis semblait spécifique au pays et les investisseurs qui diversifiaient leurs portefeuilles à l'échelle internationale devraient être méfiants quant à l'allocation de leurs fonds basée uniquement sur l'orientation politique des dirigeants des pays.

En effet, les résultats obtenus semblent indiquer que les marchés financiers ne sont pas fortement influencés par les résultats électoraux, du moins dans le cadre particulier de ce mémoire. Les performances boursières semblent demeurer relativement stable, indépendamment de l'orientation politique du parti politique au pouvoir.

Par ailleurs, les conclusions de ce mémoire contribuent à enrichir davantage la revue de littérature concernant l'influence de l'effet partisan sur les marchés boursiers et permettent de soulever des interrogations supplémentaires dans ce domaine. Le fait qu'il n'y ait pas de préférence marquée du marché pour les partis de droite ou de gauche incite à examiner de

manière plus approfondie les autres facteurs susceptibles d'influencer les réactions du marché aux événements électoraux.

En effet, il est important de souligner la complexité des marchés financiers, qui sont soumis à l'influence de divers autres facteurs. En plus des facteurs politiques, les considérations macro-économiques, géopolitiques et sociales doivent également être prises en compte car elles jouent un rôle significatif dans les fluctuations des marchés boursiers.

Pour conclure, ce mémoire met en évidence l'absence d'une réaction significative du marché boursier vis-à-vis des partis politiques de gauche ou de droite à la suite d'une élection nationale. Les résultats obtenus permettent d'ouvrir de nouvelles perspectives de recherche afin d'approfondir la compréhension des interactions complexes de la finance et la politique, en prenant en considération les multiples facteurs, le comportement des investisseurs et les acteurs de marché.

5 Bibliographie

Articles

ALESINA A., 1987, “Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game”, *Quarterly Journal of Economics*, 102, pp.651–678

ALESINA A., ROUBINI N., 1992, “Political cycles in OECD economies”, *Review of Economic Studies*, 59, pp. 663–688

ALESINA A., ROUBINI N., COHEN G.D., 1997, “Political Cycles and the Macroeconomy”, MIT Press, Cambridge, MA.

ALESINA A., SACHS J., 1986, “Political Parties and the Business Cycle in the United States, 1948-1984”, NBER Working Paper n°1940.

BACACHE-BEAUVALLET M., 2008, “les cycles politiques”, *Idées économiques et sociales*,151, pp.10-17

BIALKOWSKI J., GOTTSCHALK K., WISNIEWSKI T. P. ,2006, “Political orientation of government and stock market returns”, *Applied Financial Economics Letters*, 3(4), pp. 269-273

BIALKOWSKI J., GOTTSCHALK K., WISNIEWSKI T.P., 2006, “Stock market volatility around national elections”, *Journal of Banking and Finance*, 32, pp. 1941–1953

BLAU M.B., GRIFFITH T.G., RYAN J. WHITBY R.J., 2019,” Information in stock prices: the case of the 2016 U.S. presidential election”, *Applied Economics*, 51:40, pp. 4385-4396

BOHL M.T., GOTTSCHALK K., 2005, “International evidence on the democratic premium and the presidential cycle effect”, *North American Journal of Economics and Finance*,17 (2), pp.107–120

BOUFAMA O., 2013, “La méthodologie d’étude d’évènement : Une méthode et des outils à s’appropriier en finance ”, *Revue des Sciences Humaines- Université Mohamed Khider Biskra*, 29, pp.121-141

BROWN S.J., WARNER J.B., 1985, “Using daily stock returns: The case of event studies”, *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 3–32.

CAHAN J., MALONE C.B., JOHN G. POWELL J.G., CHOTI U.W., 2005, “Stock market political cycles in a small, two-party democracy”, *Applied Economics Letters*, 12:12, 735-740

CAMPBELL Y., LO W., MACKINLAY C.,1997, “The econometrics of financial markets” Princeton University press, 2, pp. 149-180.

CHARREAUX G, 2017, “ finance et politique : la bourse préfère-t-elle la gauche ?”, revue d'économie financière,125, pp. 263-278

DAHL R. A., STINEBRICKNER B. & al., 1963, “Modern Political Analysis”, Prentice-Hall Englewood Cliffs, NJ

DOBRICA F.I., 2006. "L'hypothèse de l'efficience des marchés : apports à l'étude des investissements directs à l'étranger", Analele Stiintifice ale Universitatii Alexandru Ioan Cuza din Iasi - Stiinte Economice (1954-2015), Alexandru Ioan Cuza University, Faculty of Economics and Business Administration, vol. 52, pp. 95-100

DOLLEY J., 1933, “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups,” Harvard Business Review., Vol.11, pp. 316–26.

DUBOIS E., 2016, “Political business cycles 40 years after Nordhaus”, Public Choice, Vol. 166, No. 1/2, pp. 235-259

FAMA E. F., & al, 1969, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, International Economic Review, vol. 10(1),1-21

FAMA E., 1970, “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, Journal of Finance, 25, pp. 383–417.

FAMA E., 1991, “Efficient Capital Markets: II”, The Journal of Finance, 46(5), 1575-1617.

FAUST J., IRONS J. ,1999, “Money, politics and the post-war business cycle”, Journal of Monetary Economics,43, pp.61-89

FURIÓ D., PARDO A., 2012, “Partisan Politics Theory and stock market performance: Evidence for Spain”, revista espanola de financiacion y contabilidad, Vol. XLI, 155, pp. 371-392

FÜSS R., BECHTEL M.M., 2008, “Partisan Politics and Stock Market Performance: The Effect of Expected Government Partisanship on Stock Returns in the 2002 German Federal Election”, Public Choice, Vol. 135, No. 3/4, pp. 131-150

GEMMILL G.,1992, “Political risk and market efficiency: Tests based in British stock and options markets in the 1987 election”, Journal of Banking and Finance, 16, pp. 211–231.

- GOODELL J.W., BODEY R.A., 2012, "Price-earnings changes during US presidential election cycles: voter uncertainty and other determinants", *Public Choice*, 150, pp. 633–650.
- GRIER K., (2008), "US presidential elections and real GDP growth, 1961–2004", *Public Choice*, 135, pp. 337–352
- HE Y., LIN H., WU C., DUFRENE U.B., 2009, "The 2000 presidential election and the information cost of sensitive versus non-sensitive S&P 500 stocks", *Journal of Financial Markets* 12, pp. 54–86.
- HENSEL C.R., ZIEMBA W.T., 1995, "United States investment returns during Democratic and Republican administrations, 1928–1993", *Financial Analysts Journal*, 51, pp. 61–69
- HERRON M. C., 2000, "Estimating the economic impact of political party competition in the 1992 British election", *American Journal of Political Science*, 44(2), pp. 320-331
- HIBBS D., 1977, "Political parties and macroeconomic policy" *American Political Science Review* ,71, pp. 1467–1487.
- HIBBS D., 1992, "Partisan theory after fifteen years", *European Journal of Political Economy*, 1992, 8, pp. 361-373.
- HUANG R.D., 1985, "Common stock returns and presidential elections", *Financial Analysts Journal*,41, pp. 58–65
- HUNG L-C., 2013, "U.S. Presidential Elections and the Taiwanese Stock Market", *Issues & Studies*, 49(1), pp. 71-97
- JAVID A. Y, 2007, "Stock Market Reaction to Catastrophic Shock: Evidence from Listed Pakistani Firms", *Pakistan Institute of Development Economics Islamabad*
- KOLIOS B, 2019, "Political Business Cycles in Australia Elections and Party Ideology", *Journal of Time Series Econometric*,20170012, pp.1-10
- KOTHARI S., WARNER J., 1997," Measuring long-horizon security price performance", *Journal of Financial Economics*, 43, 301-339
- KOTHARI S., WARNER J., 2008, "Econometrics of event studies", *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, Vol A, ch1, pp. 3-36
- LI J., BORN J.A., 2006, "Presidential election uncertainty and common stock returns in the United States", *Journal of Financial Research*, 29, pp. 609–622.

LUCAS R. JR., 1976, "Econometric policy evaluation: A critique, Carnegie-Rochester conference series on public policy, Volume 1, pp.19-46.

MACKINLEY A., 1997, "Event studies in economics and finance", *Journal of Economics Literature*, Vol. 35 No. 1, pp. 13-35.

MCWILLIAMS A., SIEGEL, D., 1997, "Event studies in management research: theoretical and empirical issues", *The Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657

NIEDERHOFFER, V., GIBBS, S., BULLOCK, J., 1970, "Presidential elections and the stock market", *Financial Analysts Journal*, 26, pp.111– 113.

NIPPANI, S., ARIZE, A., 2005, "US presidential election impact on Canadian and Mexican stock markets", *Journal of Economics and Finance*, 29, pp. 271–279.

NIPPANI, S., MEDLIN W.B., 2002, "The 2000 presidential election and the stock market", *Journal of Economics and Finance*, 26, pp.162–169.

NORDHAUS W.D., 1975, "The political business cycle", *Review of Economic Studies*, 42, pp.169–190.

OBRADOVIĆ S., TOMIĆ N., 2017, "The effect of presidential election in the USA on stock return flow – a study of a political event", *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, VOL. 30, 1, 112–124

OLTERS J-P., 2004, "the political business cycle at sixty: towards a neo-kaleckian understanding of political economy?", *cahiers d'économie politique*, 46, pp.91-130.

PANTZALIS C., STANGELAND D.A., TURTLE H.J., 2000, "Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence", *Journal of Banking and Finance*, 24, 1575–1604.

REILLY F., DRZYCIMSKI F.E., 1976, "Vote Republican If You Want the Market to Rise after Election Day", *Barron's National Business and Financial Weekly (1942-1987)*, 56, 42 ABI/INFORM Collection pg. 5

REPOUSIS S., 2016, "Stocks' prices manipulation around national elections? An event study for the case of Greek banking sector", *Journal of Financial Crime*, Vol. 23 No. 2, pp. 248-256.

RICHMAN V., SANTOS M., 2005, “Short- and Long - Term Effects of the 9/11 Event: The International Evidence”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 8(7), pp. 947–958.

RILEY JR. W.B., LUKSETICH, W.A., 1980, “The market prefers Republicans: Myth or reality”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,15, pp. 541–560.

ROGOFF K, 1990, “Equilibrium political budget cycles. *American Economic Review*,” 80(1), pp. 21–36.

ROGOFF K., SIBERT A., 1988, “Elections and macro-economic policy cycle”, *Review of Economic Studies*, 55(1), pp.1–16.

S.V.D. NAGESWARA R., SREEJITH U., 2014, “event study methodology: a critical review”, *The Macrotheme Review* 3(1)A, pp.40-53.

SANTA-CLARA P., VALKANOV R., 2003,” The presidential puzzle: Political cycles and the stock market”, *Journal of Finance*, 58, 1841–1872.

SKREPNEK G, LAWSON K, 2001, “Measuring changes in capital market security: The event study methodology. “, *Journal of Research in Pharmaceutical Economics*, 11, pp. 1-17

VUCHELEN J., 2003, “Electoral systems and the effects of political events on the stock market: the Belgian case”, *Economics and politics*, Volume 15 n°1, pp.85-102.

Sites internet

<https://commonslibrary.parliament.uk/research-briefings/cbp-7529/>

https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.CD?end=2021&locations=EU&most_recent_value_desc=true&start=2021&view=map

<https://elezionistorico.interno.gov.it/index.php?tpel=C>

<https://finance.yahoo.com/>

<https://infoelectoral.interior.gob.es/opencms/es/elecciones-celebradas/resultados-electorales/>

<https://www.bundeswahlleiter.de/en/bundestagswahlen/2021.html>

<https://www.google.com/sheets/about/>

<https://www.interieur.gouv.fr/Elections/Les-resultats>

