

Comportement des investisseurs face à la Pandémie de la covid-19 : cas des investisseurs de la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale

Joseph Herman TIONA WAMBA

Docteur en Sciences de Gestion, ENSET de Douala,

wambanadal@gmail.com

Équipe de Recherche en Sciences de Gestion

Université de Douala, Cameroun

Bertrand FOBACK

fofackbertrand@yahoo.fr

Chimène Aimée FEUMBIEKAMGA

feumbiekamgachimene@gmail.com

Cyril Patrick EYENGAMEKE

cyrileyenga@yahoo.fr

Résumé : Le présent article s'interroge sur l'effet plausible de la pandémie de la Covid-19 sur le comportement des actionnaires sur le marché boursier sous-régional. Comportement qui se résume en trois composantes : la demande, l'offre et l'échange des titres. Pour apprécier l'effet de la pandémie sur ces trois paramètres, nous avons constitué une base de données sur treize mois dont sept avant la pandémie et six depuis la survenance de la pandémie. Au terme d'une série de tests « t » sur échantillons appariés, il apparaît que ni l'offre, ni la demande, ni l'échange des titres n'ont connu un changement significatif sur la période d'avant et pendant la pandémie. Plusieurs facteurs explicatifs justifient ce constat. Nous citons entre autres la fébrilité du marché boursier sous-régional, notamment le compartiment « actions » ; la perte des emplois occasionnée par la pandémie ; les vases communicants existant entre les flux des titres de chacune des sociétés cotées sur le marché et la quasi inexistence d'échanges des titres.

Mots clés : Titres, Investisseurs, Marché Financier, Marché émergent, Actions.

Investors' behavior during the covid-19 pandemic: the case of investors in the Central African Stock Market

Abstract: This article examines the plausible effect of the Covid-19 pandemic on shareholder behavior in the sub-regional stock market. Behavior that we captured with three indicators: demand, supply and exchange of shares. To assess the effect of the pandemic on the evolution of these parameters, we created a thirteen months database, split into seven months before the pandemic and six since the onset of the pandemic. At the end of a series of paired samples "t" tests, it appears that neither the supply, nor the demand, nor the exchange of shares have undergone a significant change over the period before and during the pandemic. Several explanatory factors justify this finding. We cite among others, the feverishness of the sub-regional stock market, in particularly the "shares" compartment; the loss of jobs caused by the pandemic; the communicating vessels existing between the flow of securities of each of the companies listed on the market and the virtual non-existence of exchanges of securities.

Keywords: Securities, Investors, Financial market, Emerging market, Equity shares.

Introduction

Mesurer l'impact d'une crise sanitaire d'envergure planétaire sur la capitalisation boursière serait sans doute prématuré. À une époque où le jeu de «confinement / déconfinement» obéit à l'évolution en dents de scie du niveau de contagion, il est plus aisé et peut-être plus avisé d'étudier le comportement des investisseurs. De plus, il serait même illusoire de parler de période post Covid-19 étant donné la recrudescence des cas de contagion notés dans plusieurs pays du monde et notamment dans les pays d'Europe (France, Allemagne, Espagne, Pologne, Israël) et d'Amérique (États-Unis et Brésil)¹.

Sacrifier une partie de sa consommation actuelle (personne physique) ou de ses revenus actuels (personne morale) à une date ultérieure est une décision qui requiert toujours un arbitrage suffisant entre incertitude, espérance de rentabilité et risque. Cette décision se complexifie davantage en période de crise. Les investisseurs en général et les investisseurs individuels en particulier, ont été durement touchés par la crise financière de 2007 - 2009. Hoffmann A. (2011) le rappellent si bien : « *plusieurs mois de rendements boursiers négatifs à deux chiffres ont quasiment divisé par deux la valeur du portefeuille des investisseurs entre 2008 et 2009* ». Cette situation a sans doute accentué le besoin en investissement, notamment face aux exigences de développement durable, aux évolutions démographiques et surtout, à la compétition internationale grandissante.

La crise sanitaire que nous subissons actuellement, bien loin d'infirmer ce diagnostic, va considérablement amplifier le besoin d'investissement au regard des impératifs de changement qui se dessinent à la lumière de l'expérience actuelle :

- Renforcement des infrastructures sociales dans tout ce qui touche à la santé : hôpitaux, cliniques, maisons de retraite, transports sanitaires, matériels et équipements ;
- Recherche médicale dans le domaine de l'épidémiologie : vaccins, tests, médicaments, matériels de protection et de soins ;
- Généralisation des dispositifs de traçage et mise en place de bases données sanitaires ;
- Refonte et numérisation du système éducatif ;
- Automatisation des chaînes de production et développement du télétravail ;
- Relocalisation et nécessité de repenser certaines activités jugées critiques : commerce général, restauration, santé, esthétique, etc.

Ce choc dramatique pour l'investisseur, combiné à la forte incertitude et extrême volatilité du marché ont probablement induit les investisseurs individuels à changer radicalement leur perception de la bourse et/ou leur comportement d'investissement. Indubitablement, et comme le rappelaient déjà Malmendier et Naguel (2011), la crise actuelle pourrait considérablement réduire la participation boursière des ménages. Pourtant, paradoxalement à cette déduction, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, fait état de ce que Les achats d'actions françaises par des particuliers ont été multipliés par 4 au mois de mars 2020, dans un volume global multiplié par 3. Ce qui est davantage intéressant est que parmi les nombreux acheteurs d'actions de cette période, une part significative sont des nouveaux clients ou des clients très peu actifs sur une période récente : plus de 150 000 nouveaux investisseurs ont acheté des actions du SBF 120² au mois de mars 2020.

Dans l'espace BVMAC par contre, s'il est difficile de préciser la nature des investisseurs, on peut toutefois envisager d'étudier le comportement de ces derniers qu'ils soient individuels ou personnes morales. Pour l'essentiel, l'inaccessibilité des actionnaires et obligataires nous pousse à analyser leur comportement sur la base de données essentiellement boursières. Dans cette perspective, ce papier

¹ Regain de terrain de la Pandémie du nouveau Covid-19 en Juillet et Août 2020

² SBF : Société des Bourses Françaises : Indice boursier de la place parisienne déterminé à partir de 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs des premiers et seconds marchés les plus liquides cotés à Paris parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises ;

porte une attention particulière au sujet formulé comme suit : **Comportement de l'investisseur face à la Pandémie de la covid-19 : cas des investisseurs sur la BVMAC**. Cette étude étant basée sur des données secondaires issues du marché boursier, le comportement dont il est question ici se résume à l'achat, la vente et l'échange de titres avant et durant la pandémie actuelle.

Le présent papier a pour objectif principal d'analyser le comportement des investisseurs sur le marché boursier d'Afrique Centrale depuis l'avènement de la pandémie de la COVID 19. Pour ce faire, sur une période d'étude allant d'août 2019 à août 2020, les objectifs spécifiques de ce papier sont les suivants : (1) apprécier l'évolution des flux des titres (achat/vente/échange) ; analyser l'effet de l'évolution des dividendes et du cours de référence sur le flux des titres de la BVMAC.

Le présent papier est d'un apport considérable sur plusieurs plans. De prime abord, la littérature scientifique sur le marché boursier d'Afrique Centrale est très pauvre ou quasi inexistante. Ce papier s'inscrit donc dans une perspective de prise de conscience de ce que la BVMAC qui a vu le jour très récemment, peut déjà constituer un véritable champ d'application de travail scientifique. Ce qui contribuerait davantage à emmener les entreprises à prendre conscience des avantages que représente la cotation d'actions et d'obligations. Ensuite, ce papier permet aux acteurs des mondes professionnel et académique de se familiariser aux métiers de la bourse, notamment dans un contexte de marché boursier naissant, marché sur lequel les fluctuations des cours sont encore peu sensibles à la bulle économique mondiale. Par-dessus tout, ce papier permet d'apprécier le comportement des investisseurs de la sous-région en période de crise sanitaire mondiale. Il est question de restituer l'effet de la pandémie sur les décisions d'investissement/désinvestissement des acteurs actuels et potentiels de la place BVMAC.

La suite de ce papier est construite comme suit : dans une première section, nous présentons le cadre théorique de l'investissement en période de crise sanitaire. Il s'agit d'une part d'effectuer une analyse théorique du comportement des investisseurs avant et pendant une crise de toute nature ; et d'autre part de présenter les enjeux et menaces de la Covid-19 pour tout investisseur. Dans la deuxième section, nous effectuons une présentation générale de la BVMAC à travers ses conditions d'accès, ses missions, produits et services. La troisième section est quant à elle consacrée à la présentation du cadre méthodologique ; tandis que la quatrième section présente et discute les résultats obtenus.

I. Cadre théorique de l'investissement en période de crise sanitaire

I.1. Comportement des investisseurs avant et pendant la pandémie du Covid-19

I.1.1. Cadre théorique du comportement des investisseurs en absence de pandémie du Covid 19

La décision d'investissement entraîne le report à une date ultérieure d'une partie de la consommation présente. Cette décision peut se prendre dans un contexte de certitude ou d'incertitude. De nombreux travaux académiques ont tenté de construire des modèles du comportement de l'investisseur parfaitement rationnel sur un marché financier. Ici le principal critère retenu pour la description du comportement de ce dernier qui est parfaitement rationnel est la maximisation de l'utilité espérée qui elle-même se repose sur plusieurs axiomes en l'occurrence celle de continuité et l'axiome de l'indépendance des alternatives (Von Neuman et Morgenstern, 1947). Pour ces auteurs, si les actifs financiers sont décrits par des variables aléatoires, l'investisseur rationnel confronté à un choix d'investissement sélectionne un titre ou le portefeuille qui engendre la plus grande satisfaction. Ils pensent également que le comportement de l'investisseur parfaitement rationnel concerne sa réaction aux nouvelles informations entraîne la modification par les individus, des probabilités d'occurrence affectées aux différents événements futurs. Cette approche est généralement opposée à celle qui tente de mettre en lumière les mécanismes psychologiques qui sous-tendent les comportements observés sur le marché (Broihanne et al., 2005).

Les investisseurs décident d'investir si le taux de rentabilité de l'investissement est supérieur au coût de son financement ou encore sa valeur actuelle nette (VAN) est positive avec un taux d'actualisation correspondant au coût moyen pondéré du capital et qui prend en compte l'inflation anticipée (Charreaux, 2014). D'autres critères sont également considérés par ces derniers pour prendre la décision d'investir à l'instar du taux interne de rendement (TIR) ou encore le délai de récupération.

Dans la plupart des pays en développement à l'instar du Cameroun, ces critères guident régulièrement la décision d'investissement en avenir certain.

I.1.2. Comportement des investisseurs en contexte de Covid 19 : apport de la littérature

Le monde a connu depuis la fin d'année 2019 l'une des plus graves crises sanitaires qui a affecté et affligé la population et les économies de la quasi-totalité des pays du monde avec pour conséquences majeures des millions de morts et une quasi récession de ces économies ; elle a impacté presque tous les secteurs ; d'ailleurs selon le secrétaire général de l'ONU, cette crise sanitaire est la pire crise mondiale à laquelle l'humanité ait été confrontée depuis la seconde guerre mondiale ; depuis toujours les crises ont toujours bousculé la vie des marchés financiers et par ce fait du comportement des investisseurs, que ce soit l'éclatement de la bulle internet en l'an 2000, la crise financière ou encore la crise sanitaire actuelle.

Le comportement des investisseurs est de mieux en mieux appréhendé par la recherche en finance comportementale (Marie-Hélène Broihane et al., 2005). Ces derniers remettent en cause un grand nombre de modèles de la théorie classique. En guise d'illustration, les portefeuilles individuels semblent peu diversifiés (Goetzmann et Kumar, 2001) et les investisseurs individuels semblent plus prompts à racheter des titres précédemment détenus si les conditions du marché leurs sont favorables depuis leur cession (Barber et al. 2004).

Le début de la crise a été marqué par une forte réduction des investissements en actions toutes populations confondues mais par la suite il a été démontré que la crise a eu un impact psychologique durable sur les personnes à revenus modestes et petits épargnants tandis que les investisseurs fortunés sont revenus au comportement normal avant la crise ; cette étude a enfin montré que les résultats obtenus en France étaient relativement différents de ceux obtenus en Allemagne.

Une étude réalisée par l'Autorité des Marchés Financiers réalisée de Février à Mars 2020 visant à observer le comportement des investisseurs particuliers sur le marché des actions pendant les périodes de forte volatilité des marchés financiers due au Covid 19 révèle un mouvement massif de nouveaux investisseurs vers l'achat des actions en France ; d'ailleurs les achats d'actions françaises par des particuliers ont été multipliés par 4 au mois de mars 2020 et parmi les nombreux acheteurs d'actions de cette période, une part significative était des nouveaux clients pourtant la tendance en 2019 était au désinvestissement ce qui paraît paradoxal.

Une étude réalisée par l'Autorité des Marchés Financiers réalisée de Février à Mars 2020 visant à observer le comportement des investisseurs particuliers sur le marché des actions pendant les périodes de forte volatilité des marchés financiers due au Covid 19 révèle un mouvement massif de nouveaux investisseurs vers l'achat des actions en France ; d'ailleurs les achats d'actions françaises par des particuliers ont été multipliés par 4 au mois de mars 2020 et parmi les nombreux acheteurs d'actions de cette période, une part significative était des nouveaux clients pourtant la tendance en 2019 était au désinvestissement ce qui paraît paradoxal.

Pour Gérard Charreaux (2019), l'explication du comportement des organisations en matière d'allocation (l'investissement) et d'obtention (le financement) de ressources peut être considérée comme l'objet principal même de la finance ; ils détiennent seuls et complètement les droits de prendre les décisions d'investissement (et de désinvestissement) ainsi que ceux de s'approprier les flux issus des investissements. Ces acteurs sont dotés d'une rationalité illimitée ; les marchés

financiers, sur lesquels s'échangent les titres (actions ou créances) sont parfaitement concurrentiels et efficaces informationnellement ; ces marchés financiers ressentent fortement les effets des crises mondiales à l'instar des pandémies, catastrophes climatiques, troubles politiques conflits militaires ; ces changements radicaux nuisent énormément aux entreprises et à l'économie mondiale. Ils causent une incertitude considérable, ce qui représente une menace importante pour les investissements dans les marchés financiers effaçant de ce fait la plupart des gains réalisés au cours des dernières années. La pandémie de COVID-19, correspond à cette image, nuisant à l'économie des pays et menaçant l'ensemble des marchés boursiers. Au Canada et aux États-Unis, les marchés boursiers ont rapidement perdu plus de 30 % de leurs gains comparativement à ceux des dernières années et l'avenir demeure incertain. (Cunha L.,2020).

Broihaane et al. (2005) ont souligné les principaux biais comportementaux mis en évidence dans la littérature financière dans les études expérimentales en laboratoire et dans les analyses empiriques portant sur la composition des portefeuilles d'investisseurs individuels.

D'ailleurs pour ShantanuDutta (2020), les menaces liées au nouveau coronavirus ont gravement nuit aux activités essentielles des entreprises dans le monde, à leur accès aux marchés ainsi qu'à leur chaîne d'approvisionnement, ce qui a entraîné une forte baisse des cours boursiers. Les investisseurs, les analystes financiers et les banques d'investissement sont devenus trop nerveux en raison de l'avenir incertain du secteur des affaires. Ce qui explique peut-être pourquoi de nombreux dirigeants du monde essaient de rassurer les investisseurs et d'autres participants aux marchés. Selon Fabio Moneta (2020), contrairement au krach boursier de 2007-2008 où l'or avait offert un rendement positif aux investisseurs la diversification des catégories d'actifs ne semble pas aussi efficace au regard de l'incertitude et du bouleversement actuel des marchés.

Pour Navindu K.(2020), la pandémie de Covid 19 est un événement déstabilisateur ayant des répercussions personnelles, sociétales et économiques et les investisseurs doivent mettre l'accent sur le niveau de préparation et la résilience des entreprises face aux risques à long terme. Le portefeuille en général et les placements obligataires en particulier comportent un risque de défaillance de la part d'un émetteur qui manquerait à ses obligations de remboursement aux échéances prévues (risque de crédit, de risque de taux d'intérêt, de solvabilité et de risque de liquidité générale du marché).

Ainsi, en période de crise, les interrogations se multiplient dans l'esprit des investisseurs actuels et potentiels : quand investir (ou désinvestir) ? Comment investir (désinvestir) ? Quel titre privilégier ? La pandémie présente donc à la fois un enjeu et une menace pour les investisseurs.

1.2. Covid-19 : enjeux et menaces pour les investisseurs en bourse

La crise sanitaire actuelle a plongé l'économie mondiale dans une incertitude qui peut conduire à la modification des anticipations des acteurs des marchés boursiers.

Dans ses travaux Assoumou-Ella (2020) présente des effets contrastés de la Covid-19 sur les marchés boursiers. D'une part les bourses de Londres et de New York sont impactés négativement, la première par l'annonce de l'hospitalisation du premier ministre britannique et la seconde par l'annonce du confinement de la population. D'autre part les bourses européennes (Francfort, Milan, Paris et Madrid) accueillent favorablement cette mesure.

La Covid-19, modélisée comme un choc, est une innovation qui peut conduire à une modification des anticipations et des comportements des acteurs des marchés boursiers. En effet, ces derniers peuvent baisser leurs investissements, se débarrasser des actifs des entreprises travaillant dans les secteurs les plus touchés, avoir confiance ou perdre confiance en la politique sanitaire menée par les

autorités pour lutter contre la pandémie, etc. (Assoumou-Ella, 2020). Ainsi, la modification du comportement des acteurs de la finance en période de pandémie peut conduire au stress des marchés boursiers.

Andrianarison et EhoweNguem (2020) pensent que les implications négatives de cette pandémie pour les économies sont la rupture directe des chaînes d'approvisionnement mondiales, le fléchissement de la demande finale des biens et services importés, l'arrêt complet des flux touristiques, la détérioration de la confiance des entreprises et des consommateurs. Ce ralentissement de la demande mondiale couplé avec l'incertitude sur la propagation de la pandémie a provoqué aussi une panique sur les marchés financiers (chute historique du taux d'intérêt des obligations du Trésor américain et repli des cours des actions), et la forte chute des prix des matières premières et principalement le pétrole brut dont les prix atteignent les niveaux records observés il y a plus de 18 ans.

Des lors, les incertitudes liées à la pandémie conduiront par exemple à des comportements irrationnels qui peuvent accentuer les effets directs de la maladie sur l'économie. Aussi, la perturbation du marché boursier peut aussi avoir des impacts sur le marché obligataire des États qui se répercutera sur la dette et le financement de l'économie (Andrianarison et EhoweNguem, 2020). On peut avoir d'autres effets induits par le choc de la Covid-19 à l'instar de la perturbation du cadre macroéconomique (inflation et dépréciation monétaire) qui a réduit la demande globale et restreint les débouchés (KibalaKuma J., 2020).

Il importe à présent de présenter la BVMAC comme champ d'application de cette publication.

II. GÉNÉRALITÉS SUR LA BVMAC

La BVMAC est une place boursière régionale basée à Douala qui dessert les marchés du Cameroun, de la République centrafricaine, de la République du Congo, du Gabon, de la Guinée équatoriale et du Tchad. Fondée le 27 juin 2003 après une décision en 2000, de la Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC), la BVMAC a mis cinq ans pour coter son premier titre : une obligation de l'État gabonais de 100 milliards de FCFA (2007-2012, 5,5%, 152 millions d'Euro) financée à hauteur de 82 milliards de FCFA (125 millions d'Euro) par des capitaux de la région (Gabon 40%, Guinée équatoriale 20%, Cameroun 15%...). De source bancaire, la BVMAC dispose d'un capital de 1899 milliards de FCFA (2,9 milliards d'Euro) détenu par les banques, les sociétés holding et les compagnies d'assurance. Dotée d'un marché primaire et d'un marché secondaire, cette société anonyme fonctionne comme une bourse automatisée comprenant un siège central relié à des antennes nationales dans cinq des six pays membres de la CEMAC.

II.1. Présentation et condition d'accès

II.1.1 présentation de la BVMAC

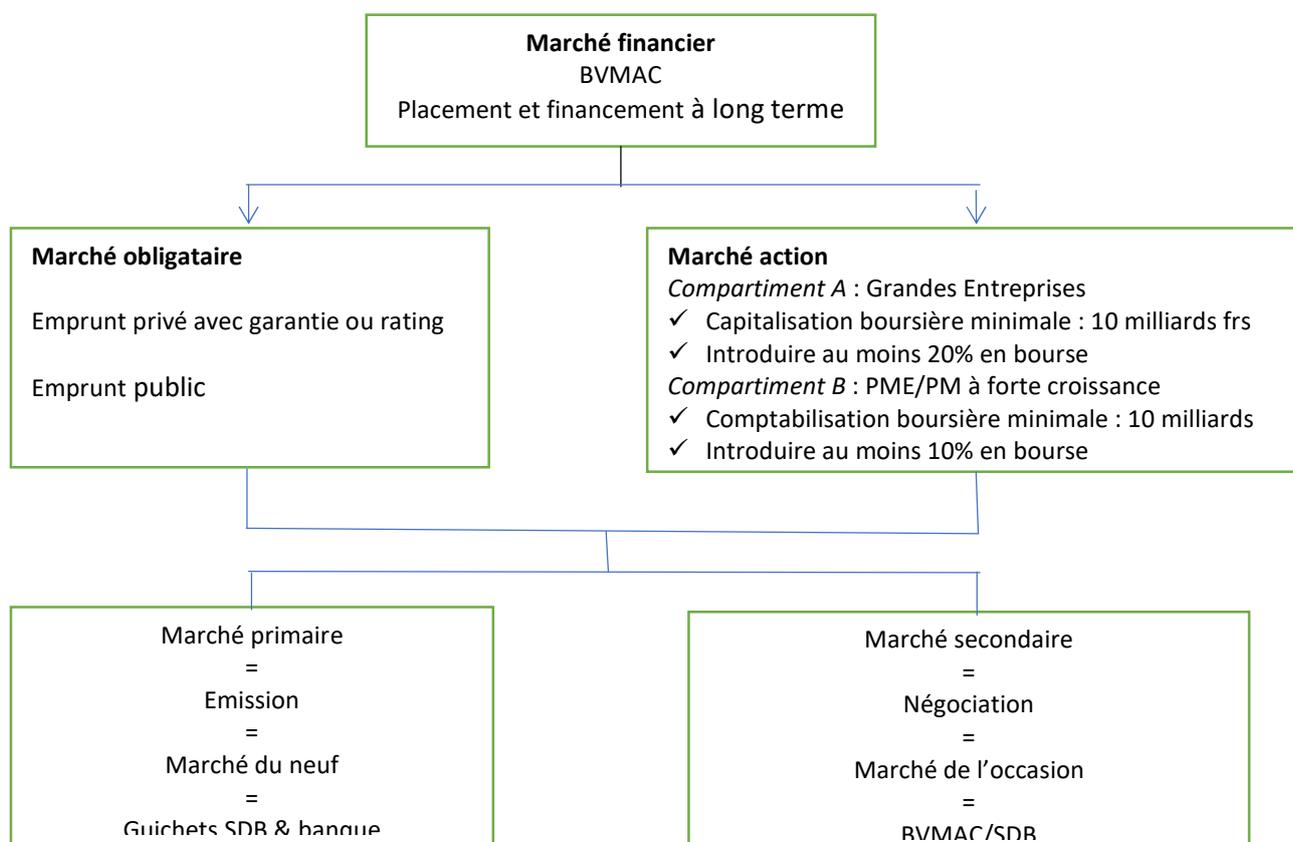
Dans les années 1980, la CEMAC est frappée par une crise bancaire qui entraîne la fermeture de plusieurs établissements de la sous-région, la liquidation de nombreuses institutions financières, la privatisation des établissements restants, la fin de la régulation directe du crédit et des établissements financiers par les États, la mise en place d'autorités de régulation monétaires indépendantes et l'adoption de réglementations prudentielles plus contraignantes (Joseph, 2002). Les gouvernements commencent dès lors à penser à développer un marché boursier régional qui pourrait permettre aux entreprises d'avoir accès à des ressources de long terme. Après une étude de faisabilité supervisée par la BEAC en 1999, les chefs d'État de la CEMAC entérinent le projet d'une bourse régionale au Sommet de N'Djamena en 2001 et arrêtent leur choix sur Libreville comme siège de celle-ci. C'est dans ce contexte de restructuration du système financier que naît la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale (BVMAC).

La BVMAC voit officiellement le jour en 2003. Elle couvre la Communauté Économique et Monétaire d'Afrique Centrale (CEMAC), qui partagent également des règles commerciales harmonisées, une monnaie unique (le FCFA), une banque centrale commune (la Banque des Etats d'Afrique Centrale, BEAC) ainsi qu'une union douanière. Mais la première cotation n'est lancée que le 13 août 2008. Il s'agit d'un emprunt obligataire de l'État Gabonais. Alors que les autorités prévoient trois introductions par an, la BVMAC peine à décoller. Sont cotées principalement des emprunts obligataires. La seule action introduite est celle de SIAT Gabon en 2013. En octobre 2017, les chefs d'État de la communauté décident lors d'une session extraordinaire organisée à N'Djamena, de fusionner les deux bourses existant en zone CEMAC. Cette décision est confirmée lors d'un nouveau sommet le 24 mars 2018. Un compromis est trouvé : la bourse unique aura pour siège Douala et le régulateur Libreville. Les marchés boursiers de la sous-région sont fusionnés à la fin juin 2019. La désignation des responsables a lieu la veille du lancement des activités de la BVMAC, prévu le vendredi 05 juillet à Douala qui abrite son siège³. Désormais, le marché financier unique et unifié de l'Afrique centrale peut se déployer, conformément à la décision des Chefs d'État de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC).

II.1.2. Les conditions d'accès à la BVMAC

Les conditions à remplir par une société pour son introduction sur le marché boursier varient selon les compartiments⁴.

Schéma 1 : Segmentation de la Bourse sous régionale



³Mbog Achille : pour APA-Douala (Cameroun), juillet 05, 2019 à 00 :36

⁴BVMAC (2003)

Au regard du schéma ci-dessus, il apparaît que l'offre de la BVMAC est multiple et variée. Loin de vouloir privilégier les grandes entreprises, on y retrouve un premier marché et un second marché. Le premier étant destiné aux grandes entreprises et le second aux entreprises de petite et moyenne taille. S'agissant des critères détaillés d'admission sur chacun de ces marchés, les encadrés 1, 2, 3 et 4 en annexe nous renseignent à cet effet.

À la suite des conditions d'accès, nous présentons les missions et les offres de la BVMAC.

II.2. Missions, Produits et Service de la BVMAC

La création de la BVMAC a pour objectifs de contribuer à la diversification du secteur financier, de mobiliser les ressources longues nécessaires au financement de la production et de l'investissement et enfin de favoriser l'intégration régionale. « En effet, la BVMAC dans sa nouvelle configuration, constitue le moyen optimal pour chaque détenteur de nos titres de pouvoir dénouer sa position à tout moment et aux meilleures conditions possibles », a indiqué le ministre de l'Economie et des Finances Camerounais lors de son allocution⁵.

II.2.1. Ses principales missions

Cette bourse sous-régionale a pour mission d'organiser, d'animer et de gérer le marché financier régional commun aux six pays de la CEMAC.

- **Promouvoir le marché financier et développer la culture boursière**

Les banques, face aux besoins de financement à long terme des opérateurs économiques, ont souvent été contraintes de leur octroyer des capitaux courts. Ce qui a laissé apparaître des déséquilibres financiers dommageables au développement de l'activité économique. La BVMAC dans sa fonction de pourvoyeur de ressources longues, vient régulariser cette situation en permettant aux banques de se consacrer uniquement au financement à court et moyen terme de l'économie.

- **Favoriser le financement des entreprises et des États**

La structure financière des entreprises laisse apparaître dans l'ensemble une sous-capitalisation marquée et une insuffisance de capitaux permanents. Le marché boursier qui, par vocation, permet de mobiliser des capitaux longs, avec comme supports les actions et les obligations, leur offre l'opportunité de renforcer leur structure financière.

- **Soutenir l'Intégration Régionale, la Croissance et le Développement Économique**

Le niveau élevé des taux débiteurs des banques (18 % jusqu'en 2008) et la faiblesse de la rémunération offerte aux épargnants (entre 3,25% et 4,25%) laisse apparaître des coûts d'intermédiation relativement importants. Par la mise en relation directe de l'offre et de la demande de capitaux, la bourse permettra une réduction sensible des coûts d'intermédiation, et offrira par la même occasion une plus grande rémunération aux épargnants, en même temps qu'elle impliquera une réduction sensible des charges financières pour les émetteurs de titres.

- **Le relèvement du taux d'épargne financière**

Le taux d'épargne de la zone se situe à des niveaux insuffisants pour soutenir une croissance forte et durable, 7,2% entre 1983 et 2003. Par la diversification des produits financiers, la hausse de la rémunération et la possibilité du développement d'un actionnariat populaire, le marché boursier régional doit créer les conditions pour la mobilisation accrue de l'épargne intérieure et des capitaux extérieurs.

II.2.2 les produits de la BVMAC

⁵ Yorick KOMBILAMANFOUMBY pour (App) 22 février 2020

La BVMAC a en charge l'organisation du marché boursier et la diffusion des informations boursières. Pour cela elle garantit les opérations suivantes :

- L'inscription des titres à la cote de la Bourse ;
- La cotation des valeurs mobilières ;
- La publication des cours et des informations boursières ;
- La promotion et le développement du marché des valeurs mobilières.

Il est prévu que la Bourse Régionale soit représentée dans chaque Etat membre de la CEMAC par une Antenne Nationale de Bourse destinée à assurer la participation, sur une base équitable, de tous les opérateurs des pays membres aux transactions boursières.

II.2.3 Les Services de la BVMAC

Les principes de fonctionnement retenus pour la mise en place du marché boursier obéissent à la fois au souci de la conformité aux standards internationaux et à celui de son adaptabilité à l'environnement socio-économique de la sous-région :

- Diffusion en temps réel des données & information boursières : La Bourse de Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale (BVMAC) est une bourse informatique intégrée en réseau. Elle relie l'entreprise de marché (BVMAC SA), dont le site central est à Libreville, aux intermédiaires financiers (dont BGFI BOURSE) de la sous-région ;
- Gestion du « trading » (Carnet d'ordre) : La BVMAC est un marché centralisé dirigé par les ordres, c'est à dire que le cours d'une valeur est déterminé par la confrontation des ordres d'achat et de vente collectés auprès de la clientèle, avant la cotation ;
- Gestion des Sociétés de bourse : Une à deux séances de bourse hebdomadaire utilisant un mode de cotation au fixing ;
- Un marché au comptant avec dénouement glissant des transactions à J+3 ;
- Gestion de Règlements / livraisons : Des transactions garanties grâce à la mise en place d'un mécanisme de Fonds de Garantie, alimenté par les SDB pour pallier une éventuelle défaillance ;
- Codification / Conservation des Titres : La conservation et la centralisation des titres par un Dépositaire Central et leur circulation exclusivement sous forme dématérialisée ;
- La crédibilité de la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC) en tant que Banque de Règlement.

Ainsi, parvenus au terme de cette revue littéraire et compte tenu de la bulle spéculative qui pourrait survenir suite à l'apparition de la pandémie, le présent papier émet l'hypothèse principale suivante : La pandémie du Covid-19 a significativement altéré les flux des titres sur la BVMAC. Les flux de titres sur la BVMAC sont essentiellement identifiés en termes de « demande », « d'offre » et « d'échange » de titres. Dans cette perspective, les hypothèses spécifiques suivantes ont été émises :

- HS1 : La pandémie du Covid-19 a significativement impacté la demande des titres sur la BVMAC ;
- HS2 : La pandémie du Covid-19 a significativement influencé l'offre des titres sur la BVMAC ;
- HS3 : La pandémie du Covid-19 a significativement influencé les échanges de titres sur la BVMAC.

La vérification de ces hypothèses requière une présentation détaillée du cadre méthodologique mobilisé en vue d'atteindre les objectifs préalablement fixés.

III. DÉMARCHE MÉTHODOLOGIQUE ADOPTÉE

Le présent papier a pour objectif principal d'analyser le comportement d'une catégorie particulière d'acteurs du marché boursier que sont les investisseurs. Compte tenu de la difficulté de distinguer entre les différents investisseurs (individuels ou personnes morales), nous nous limitons à analyser le comportement des actionnaires sans distinguer leur nature. Notre champ d'application est donc celui du marché des actions. Pour ce marché, il s'agit des entreprises cotées sur la bourse des valeurs mobilières d'Afrique Centrale à savoir : la Société Minérale des Eaux du Cameroun (SEMC), la Société Africaine Forestière Agricole du Cameroun (SAFACAM), la Société Camerounaise de Palmerais (SOCAPALM) et la Société d'Investissement pour l'Agriculture Tropicale (SIAT Gabon).

Il est important de souligner qu'à la BVMAC, la cotation se fait trois fois par semaine pour l'ensemble des valeurs inscrites à la cote, à savoir les lundis, les mercredis et les vendredis. Mais compte tenu de la faible fluctuation des titres sur le marché, nous avons regroupé les données en séries mensuelles (dernière cote du mois) sur une période de treize mois. Nous disposons donc d'une série de données temporelles présentées dans le tableau N°1 en annexes.

Pour la vérification des hypothèses, deux logiciels ont été outillés. Premièrement, la retranscription des données de la bourse a été faite à l'aide du tableur Excel qui nous a également permis d'effectuer la scission de notre base de données en deux groupes : le premier représentant les flux des titres avant la pandémie, le second représentant les flux des titres pendant la pandémie. Aussi, dans le souci d'étudier l'évolution de ces grandeurs dans deux contextes précis (avant et pendant Covid), nous avons usité le logiciel Stata dans sa version 14. À travers ce logiciel, nous avons réalisé un test t sur échantillon apparié afin de voir s'il existe ou non une différence entre les flux moyens des titres avant et pendant la pandémie.

En effet, nous avons scindé notre série de données temporelles en deux colonnes distinctes : une première colonne représentant l'évolution des indicateurs du comportement des investisseurs avant l'avènement de la Pandémie du Covid-19 et une seconde colonne représentant les indicateurs du comportement des investisseurs après l'avènement du Covid-19. Pour situer la période de la survenance de la pandémie, nous nous sommes appuyés sur les déclarations des différents ministères de la santé des pays de la sous-région, qui ont pour la plupart, constaté les premiers cas de Covid-19 au début du mois de mars 2020.

Ainsi, nos deux échantillons appariés se subdivisent comme suit :

- D'août 2019 à février 2020 : période avant Covid-19 ;
- De mars 2020 à août 2020 : période pendant Covid-19.

Les données brutes et échantillons appariés sont présentés dans les tableaux 1 et 2 en annexes.

Après avoir présenté la démarche méthodologique et les techniques d'analyse de données sous-jacentes, il importe à présent de procéder à la présentation des résultats proprement dits.

IV. PRÉSENTATION ET DISCUSSION DES RÉSULTATS

IV.1. Présentation et discussion des résultats

Il s'agit ici de réaliser les différents tests destinés à vérifier chacune de nos hypothèses. Pour ce faire, nous commençons par vérifier s'il y a eu évolution ou pas du comportement des investisseurs sur le marché boursier sous régional. Ensuite, nous procédons à la discussion des résultats de l'enquête.

IV.1.1. Évolution des flux des titres avant et pendant la Covid-19

Ici, il est question de vérifier notre hypothèse générale selon laquelle : *la pandémie du Covid-19 a significativement altéré les flux des titres sur la BVMAC*. Pour ce faire, nous avons étudié l'évolution de trois grandeurs sur les deux périodes prédéfinies plus haut. Les grandeurs concernées sont la

demande, l'offre et l'échange des actions. En nous inspirant du tableau N°2 en annexes, nous avons réalisé un test t de student sur échantillons appariés pour chacun des flux des titres sur la BVMAC.

a. Comparaison de la demande des titres avant et pendant la pandémie du Covid-19

L'objet de ce paragraphe est de vérifier notre première hypothèse spécifique selon laquelle « *La pandémie du Covid-19 a significativement impacté la demande des titres sur la BVMAC* ». Pour ce faire, nous avons réalisé un test t sur échantillon apparié afin de vérifier si oui ou non, il existe une différence entre la demande moyenne avant la pandémie (DemandemoyAV) et la demande moyenne après la survenance de la pandémie (DemandemoyAP). Les résultats de l'analyse sont donnés ci-dessous :

```
. ttest DemandemoyAV == DemandeMoyAP
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Demand~V	6	181.6528	56.43773	138.2436	36.57496	326.7306
Demand~P	6	77.83333	27.27962	66.82115	7.708832	147.9578
diff	6	103.8194	56.00126	137.1745	-40.13637	247.7753

```

mean(diff) = mean(DemandemoyAV - DemandeMoyAP)          t = 1.8539
Ho: mean(diff) = 0                                       degrees of freedom = 5

Ha: mean(diff) < 0           Ha: mean(diff) != 0           Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.9385           Pr(|T| > |t|) = 0.1229           Pr(T > t) = 0.0615

```

La lecture du tableau ci-dessus laisse paraître un « t calculé » de 1,8539 nettement inférieur au « t théorique » de 2,5706 lu au seuil de signification de 5% et au degré de liberté de 5. En d'autres termes, $t_{cal} = 1,8539 < t_{lu} = 2,5706$. Autrement dit, l'hypothèse de la nullité de la différence des moyennes semble être validée.

De plus, la probabilité que la différence des moyennes soit inférieure à zéro est de $0,9385 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas inférieure à zéro. Aussi, la probabilité que la différence des moyennes soit supérieure à zéro est de $0,0615 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas supérieure à zéro. Enfin, la probabilité que la différence des moyennes soit différente de zéro est de $0,1229 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas supérieure à zéro. Nous arrivons donc à la conclusion selon laquelle **la différence des moyennes est significativement égale à zéro**. On retient l'hypothèse nulle selon laquelle il n'y a pas de différence entre la moyenne de la demande des titres avant la pandémie et la moyenne de la demande des titres après la survenance de la pandémie.

Ainsi, nous rejetons notre première hypothèse spécifique qui entrevoyait une incidence de la pandémie sur la demande des actions dans l'espace BVMAC. Nous concluons donc que **la survenance de pandémie du COVID-19 n'a pas impacté la demande des actions sur la BVMAC**. Il y a neutralité absolue de la pandémie sur la demande des actions en espace BVMAC. À présent, nous nous intéressons à la nature de l'incidence de la pandémie sur l'offre des titres.

b. Comparaison de l'offre moyenne des titres avant et pendant Covid-19

Ce paragraphe a pour objet de vérifier notre deuxième hypothèse spécifique selon laquelle « *La pandémie du Covid-19 a significativement influencé l'offre des titres sur la BVMAC* ». Pour ce faire, nous avons une fois de plus réalisé un test t sur échantillon apparié afin de vérifier l'existence ou non d'une différence entre l'offre moyenne avant la pandémie (OffremoyAV) et l'offre moyenne après la survenance de la pandémie (OffremoyAP). Les résultats de l'analyse sont donnés ci-dessous :

```
. ttest OffremoyAV == OffreMoyAP
```

Paired t test

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
Offrem~V	6	773.6111	120.7673	295.8181	463.169	1084.053
OffreM~P	6	627.9167	87.43938	214.1819	403.1466	852.6867
diff	6	145.6944	182.1539	446.1842	-322.5471	613.936

```
mean(diff) = mean(OffremoyAV - OffreMoyAP)          t = 0.7998
Ho: mean(diff) = 0                                degrees of freedom = 5

Ha: mean(diff) < 0                                Ha: mean(diff) != 0          Ha: mean(diff) > 0
Pr(T < t) = 0.7700                                Pr(|T| > |t|) = 0.4601      Pr(T > t) = 0.2300
```

Le tableau ci-dessus laisse paraître un « t calculé » de 0,7998 nettement inférieur au « t théorique » de 2,5706 lu au seuil de signification de 5% et pour un degré de liberté de 5 (c'est-à-dire : $t_{cal} = 0,7998 < t_{th} = 2,5706$). Autrement dit, l'hypothèse de la nullité de la différence des moyennes semble être validée.

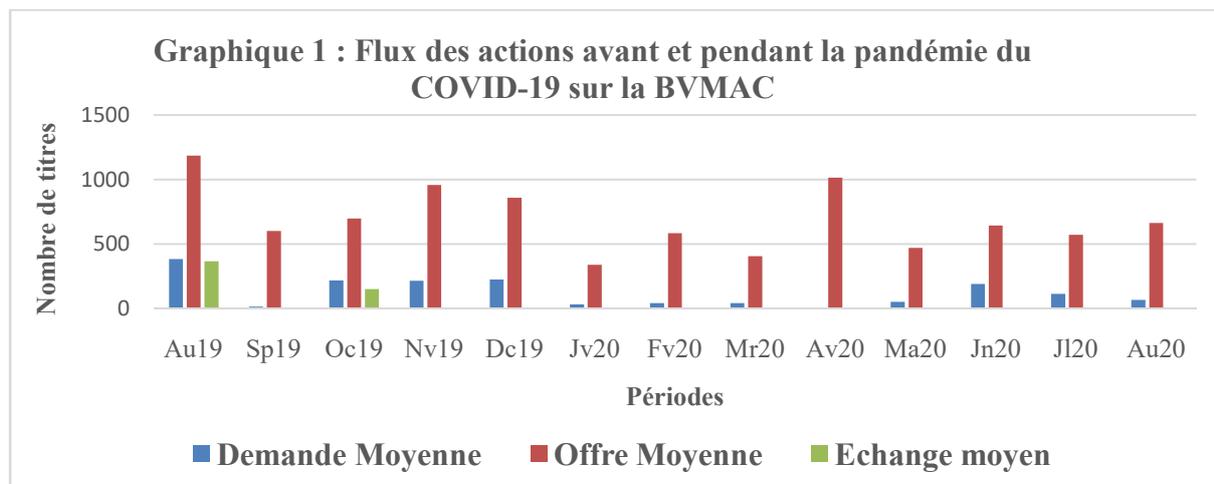
En effet, la probabilité que la différence des moyennes soit inférieure à zéro est de $0,7700 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas inférieure à zéro. Aussi, la probabilité que la différence des moyennes soit supérieure à zéro est de $0,2300 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas supérieure à zéro. Enfin, la probabilité que la différence des moyennes soit différente de zéro est de $0,4601 > 0,05$. Ce qui signifie que la différence des moyennes n'est pas supérieure à zéro. Nous arrivons donc à la conclusion selon laquelle **la différence des moyennes est significativement égale à zéro**. On retient l'hypothèse qui stipule qu'il n'y a pas de différence entre la moyenne de l'offre des titres avant la pandémie et la moyenne après la survenance de la pandémie.

Ainsi, nous rejetons notre deuxième hypothèse spécifique qui entrevoyait une incidence de la pandémie sur l'offre des actions dans l'espace BVMAC. Nous concluons donc que **la survenance de pandémie du COVID-19 n'a pas eu d'incidence sur l'offre des actions sur la BVMAC**. Il y a neutralité absolue de la pandémie sur l'offre des actions en espace BVMAC. Qu'en est-il de l'influence de la pandémie sur l'échange des actions ?

c. Comparaison des échanges moyens de titres avant et pendant Covid-19

Ce paragraphe a pour objet de vérifier notre troisième hypothèse spécifique selon laquelle « *La pandémie du Covid-19 a significativement influencé l'échange des actions sur la BVMAC* ». Pour ce faire, nous avons, une fois de plus, réalisé un test t sur échantillon apparié afin de vérifier l'existence

des flux des titres, mais plutôt une fluctuation peu significative des éléments caractéristiques de ces flux. C'est d'ailleurs ce qui ressort du graphique ci-dessous :



Source : Nos analyses

En effet, si la transigeance des titres est quasiment nulle sur les dix derniers mois de notre base de données, on peut néanmoins s'appuyer l'évolution de la demande et l'offre de ces derniers pour apprécier le flux des titres. À cet effet, si au mois d'août 2019 la demande et l'offre des titres ont atteint leur pic, ces dernières composantes des flux sont restées relativement stables sur les douze mois suivants. Remarquons que l'offre des titres a même connu une légère hausse au lendemain de l'avènement de la crise (avril 2020). Les données résumées dans ce graphique corroborent donc le constat selon lequel l'effet de la pandémie sur les flux des actions est neutre. Il importe à présent de discuter en profondeur la neutralité de la pandémie sur les différentes composantes des flux des actions sur le marché sous-régional. Puisqu'il s'agit du marché des actions, la raison qui est commune à toutes les opérations relatives au marché des actions est la légèreté et la fébrilité du marché des actions sur la place de la bourse sous-régionale, car on y trouve que quatre entreprises cotées en actions.

IV.2.1. Pas d'effet significatif de la pandémie du Covid-19 sur la demande des actions sur la BVMAC

L'un des premiers facteurs explicatifs de l'évolution peu significative de la demande des titres est relative à la faiblesse de ladite demande avant la pandémie, couplée à la fragilité financière de la population active. En effet, un rapport commis par le Groupement Inter patronal du Cameroun fait état de ce que 97 % des entreprises ont procédé à des mises au chômage massives suite à l'avènement de la pandémie du Covid-19. Ces licenciements multiples de la population active ont contribué à amoindrir le comportement actionnarial potentiel d'une population active majoritairement jeune. Toutefois, **la crainte d'acheter des titres en période de crise** est un facteur explicatif important du comportement réfractaire des actionnaires potentiels vis-à-vis de la décision d'achat des titres. Car acheter des titres en période de récession ou de risque de récession de l'activité économique présente un risque absolu et certain. Ce résultat corrobore en partie celui de Kahneman et Tversky (1972), mais va plus loin en termes d'explication de l'effet de la saillance de la crise sur le comportement des investisseurs. En effet, pour se mettre à l'abri de ce risque, il est toujours important de ne pas investir dans l'achat d'actions. De plus, des pertes successives, comme celles enregistrées par la SEMC, peuvent annihiler l'intention d'acheter les titres. C'est d'ailleurs ce qu'a constaté Barberis (2013).

IV2.2. Pas d'effet significatif de la pandémie du Covid-19 sur l'offre et l'échange des actions sur la BVMAC

Sur un marché financier émergent comme la bourse des valeurs mobilières d'Afrique Centrale, il est coutume de constater que l'offre des actions soit supérieure à la demande. Le graphique 1 ci-dessus en est la preuve, car on y constate que l'offre est éternellement supérieure à la demande. Mais si la demande stagne (variation peu significative), l'offre stagne également ; et c'est le cas avec la BVMAC. L'offre est restée relativement stable sur la période d'étude, parce que la demande n'a pas évolué. Aussi, les perspectives offertes par la BVMAC ne sont pas visibles en termes de potentiel de croissance des pays hôtes et des conditions de production et de compétitivité des entreprises qui y sont cotées. Nous constatons par exemple que les entreprises cotées ont soit un soutien ou ex soutien étatique considérable (SAFACAM, SOCAPALM, SIAT Gabon), soit le soutien d'une puissante multinationale à l'abri de toute forme de concurrence pure et parfaite (SEMC). Par-dessus tout, un constat non moins négligeable laisse paraître des vases communicants sur le marché de l'offre de titres. En effet, au niveau de la SEMC, le tableau N°2 en annexe montre que l'offre des titres de la SEMC a considérablement chuté depuis l'avènement de la pandémie. Mais cette baisse est couverte par la hausse de l'offre des titres de SAFACAM sur la même période, ce qui aboutit globalement à la stagnation des titres sur cette période.

S'agissant de l'échange des titres, l'absence de mouvements sur ce compartiment du marché avant la pandémie explique au mieux l'absence d'échanges de titres pendant cette dernière. Aussi, les opérations interentreprises pouvant donner naissance à des stratégies de conglomérat ne sont généralement pas une réalité prégnante sur les marchés émergents.

Conclusion

L'effet anticipé de toute crise, fusse-telle sanitaire, économique ou financière, est d'agir sur le comportement des agents économiques. Parmi ces derniers, figurent les investisseurs actuels et potentiels. Le présent article s'interroge sur l'effet plausible de la pandémie du Covid-19 sur le comportement des investisseurs sur le marché boursier sous-régional. Nous nous intéressons uniquement au marché des actions. Le comportement des investisseurs sur la BVMAC se résume en trois composantes : la demande, l'offre et l'échange des titres. Pour apprécier l'effet de la pandémie sur ces trois paramètres, nous avons constitué une base de données sur treize mois dont sept avant la pandémie et six depuis la survenance de la pandémie. Une série de données temporelles est initialement constituée (tableau N°1 en annexes) ; puis, exploitée pour constituer un échantillon apparié (tableau N°2 en annexes). Nous nous sommes donc inspirés de cet échantillon apparié pour réaliser un test t sur échantillon apparié pour apprécier l'évolution de la demande, l'offre et l'échange des actions avant et depuis l'avènement de la pandémie.

L'analyse de données s'est faite en plusieurs étapes. La première a consisté à retranscrire les données issues de la BVMAC dans le tableur Excel pour en constituer une base de données brutes. La deuxième étape a consisté à scinder la série de données temporelles en deux groupes (avant et pendant Covid-19) et à calculer les valeurs moyennes de la demande, de l'offre et de l'échange des titres sur le marché des actions. Enfin, nous avons effectué un test t sur ces échantillons appariés.

Le résultat auquel nous aboutissons fait état de ce que ni l'offre, ni la demande, ni l'échange des titres n'ont connu un changement significatif sur la période allant du mois d'août 2019 à février 2020 (période avant la pandémie) ; puis du mois de mars 2020 à août 2020 (période pendant Covid-19). Plusieurs facteurs explicatifs justifient ce constat. Nous avons découvert entre autres la fébrilité du marché boursier sous-régional, notamment le compartiment « actions » ; la perte des emplois

occasionnée par la pandémie ; les vases communicants existant entre les flux des titres de chacune des sociétés cotées sur le marché et la quasi inexistence d'échanges des titres.

La principale limite de ce travail réside dans le fait que nous nous soyons limités au marché des actions pour apprécier le comportement des investisseurs. Nous aurions bien pu élargir le champ d'investigation au marché des obligations qui est très actif. Cela constitue d'ailleurs une piste de réflexion future. Aussi, le nombre réduit d'entreprises cotées constitue un éternel et épineux handicap pour tout travail de recherche sur le marché de la sous-région. Enfin, l'incapacité que nous avons eu à distinguer les investisseurs entre les investisseurs individuels et les investisseurs personnes morales constitue un sévère handicap pour toute étude sur le comportement des investisseurs.

Références bibliographiques

Akyol A. et al. (2020), Histoire sur la Covid19.L'effet néfaste de la pandémie de Covid 19 sur les marchés financiers et l'économie, *Étiquettes Finance* ;

AMF (2020), Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise covid-19 ,www.amf-france.org ;

Andrianarison F. et EhoweNguem B. (2020), Effets socioéconomiques potentiels du Covid-19 au Cameroun Une évaluation sommaire PNUD ;

Assoumou-Ella G. (2020), Covid-19 et stress financiers : modélisation de la dynamique des principales bourses européennes et de New York ;

Banque de France (2008), Évolution de la situation économique et financière dans la zone CEMAC, *Rapport zone franc*, 59-68.

Barberis N., 2013. Psychology and the financial crisis of 2007–2008. In: Haliassos, M. (Ed.), *Financial Innovation: Too Much or Too Little?* MIT Press, Cambridge ;

BEAC (1999), Le rapport de l'étude de faisabilité pour la création d'un marché financier régional.

Broihaune M-H. et al. (2005), « Le comportement des investisseurs individuels », *Revue Française de Gestion* 2005 /4 - no 157, pages 145 à 168 DOI : 10.3166/ rfg.157.145-168 ;

Cabrillac B. et Rocher E. (Banque de France) (2009) Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis, Banque de France N° 176 2^{ème} Trimestre, 33-44.

Charreaux G. (2014), Coût moyen pondéré du capital, *Finance d'entreprise*, pages 111 à 143 ;

Djaha Amani Paul (2006), La bourse régionale des valeurs mobilières et le financement des entreprises dans l'espace UEMOA, Mémoire de Master en Finances Ecole Supérieure de Gestion Paris ;

Kahneman D., & Tversky A., (1972), Subjective probability: a judgment of representativeness. *Cognitive Psychology* 3 (3), 430–454 ;

KibalaKuma J. (2020), L'économie mondiale face a la pandémie de la covid-19 : état des lieux, analyses et perspectives » ;

TBS (2014), L'impact de la crise sur le comportement des investisseurs ; *Finance Grandes Écoles et Universités* N° 27 ;

Union Africaine Département d'Affaires Economiques (2008), Le rapport de l'étude de faisabilité sur l'établissement de la Bourses Africaine, Octobre ;

Yamina Tadjeddine(2013), La finance comportementale, une critique cognitive du paradigme classique de la finance ; *Idées économiques et sociales* 2013/4 (N° 174), pages 16 à 25

Zahra Bouba (2010), Le marché financier de la CEMAC : cas de la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale (BVMAC), Mémoire rédigé en vue de l'obtention du Master en Gestion d'Entreprise ;