

COVID-19 MED BRIEFS

Responding to the Challenges of COVID-19 in the Mediterranean
Répondre aux défis du COVID-19 en Méditerranée



CENTER for MEDITERRANEAN
INTEGRATION | CENTRE pour
l'INTÉGRATION en MÉDITERRANÉE
مركز التكامل المتوسطي

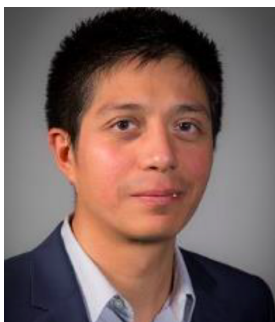
Octobre 2020

Brief No 3



Thomas Lagoarde-Segot est Professeur d'Economie et Finance Internationale à KEDGE Business School, où il a été directeur de la recherche. Auteur d'une quarantaine d'articles scientifiques sur les questions de financement du développement et de la transition écologique, notamment en Méditerranée, il dirige actuellement l'axe «Finance Durable» de SDSN France (Nations Unies) et le Post-Crisis Finance Network avec le Collège d'Etudes Mondiales de la FMSH (Paris).

Email : thomas.lagoardesegot@kedgebs.com



Luis Reyes est modélisateur-macroéconomiste. Ses recherches portent sur le système monétaire international, la financiarisation, le taux de change, la modélisation macro-financière et d'autres sujets connexes. Son expérience en enseignement comprend la micro et la macroéconomie, la finance internationale, l'économétrie, l'analyse des séries chronologiques, la modélisation et l'économie du développement. Après deux ans de travail à l'Agence française de développement, il rejoint Kedge Business School en tant que professeur de finance et économie.

Email : luis.reyes@kedgebs.com

Keywords: Covid-19, Finance Internationale, Développement Durable, Droits de Tirage Spéciaux.

Des réformes financières pour des sociétés plus résilientes en Méditerranée

par Thomas Lagoarde-Segot et Luis Reyes-Ortiz

Résumé

La crise du COVID-19 est d'ampleur inédite, et vient frapper une région méditerranéenne déjà très affaiblie. Ce Brief se focalise sur l'impact économique de la crise financière du COVID-19 dans les pays du sud de cette région avec un focus sur l'emploi, la croissance, la pauvreté et les inégalités de revenu. Nous analysons dans un premier temps la dynamique à l'œuvre dans le déclenchement de la crise financière internationale, ainsi que ses mécanismes de transmission pour les économies des pays émergents. Nous identifions ensuite quelques leviers d'actions qui permettraient aux pays du Sud d'accéder aux financements requis par les enjeux de court terme et de moyen terme, tant nécessaires pour atteindre les ODD. Les solutions proposées incluent la création de lignes de swap spécifiques par la BCE, l'émissions de droits de tirage spéciaux par le FMI, la mise en place d'une régulation régionale des flux de capitaux internationaux, et le déploiement d'outils de financement basés sur la coopération entre une nouvelle agence de notation euro-méditerranéenne des risques ESG et la BEI. Enfin, nous soulignons que l'évolution récente de la politique monétaire américaine peut constituer une fenêtre d'opportunité pour le déploiement de cette stratégie.

1. Introduction

Les objectifs de l'Agenda 2030 et les 17 ODD de l'Accord de Paris de 2015 nécessitent des investissements massifs en Europe (Lagoarde-Segot, 2020), mais aussi en Méditerranée où ces enjeux sont plus prégnants que dans d'autres régions du monde, notamment en termes de la lutte contre le changement climatique, la pauvreté et les inégalités.

Par exemple, les inégalités dans les marchés du travail des pays du sud de la Méditerranée demeurent plus importantes que dans d'autres régions dans le monde. Selon les indicateurs ODD fournis par UNSTATS^[1] le taux de chômage pour les hommes et les femmes dans le monde était en 2016 de 4,02 et 4,55% respectivement, alors

qu'en Algérie les chiffres sont de 22 et 45%, au Maroc de 22 et 22,8%, et en Turquie de 17,2 et 23,5%. Cet écart entre les régions et entre les sexes s'explique, entre autres, par des facteurs économiques et sociaux. La croissance inclusive et la réduction de la pauvreté sont donc importantes pour des sociétés plus justes. La région méditerranéenne est par ailleurs une des plus exposées aux conséquences climatiques de l'Anthropocène. Selon les prévisions de la Banque Mondiale, le PIB de la zone MENA devrait se contracter de 4.2% en 2020 (-4% pour la Tunisie et le Maroc, -11% pour le Liban, -6,4% pour l'Algérie).

La crise du COVID vient donc frapper une région déjà soumise à de fortes tensions économiques, sociales et politiques. Dans cette note, nous nous focalisons sur les mécanismes de transmission de la crise du COVID à l'œuvre dans le système financier. Nous esquissons ensuite quelques pistes de politiques économiques régionales qui permettraient aux pays du Sud de surmonter la crise en cours et d'accéder aux financements requis par les enjeux de court terme et de moyen terme.

2. La crise du COVID est aussi une crise financière

En temps normal, les pays du Sud de la Méditerranée sont particulièrement exposés au retournement des conditions macroéconomiques mondiales (notamment en Europe, partenaire commercial et financier clef), qui pèsent sur la demande externe, les balances commerciales et le déficit public (Gaysset et.al, 2019). Dans le cas de la crise du COVID19, ces mécanismes, qui jouent à plein régime, sont amplifiés par un effondrement financier international inédit depuis la crise de 1929 – dont la pandémie est un élément déclencheur. Les pays méditerranéens font donc simultanément les frais des conséquences de la pandémie, de l'instabilité financière internationale et des vices de conception de l'architecture financière internationale.

2.1. 2020, point de bascule pour les marchés financiers internationaux

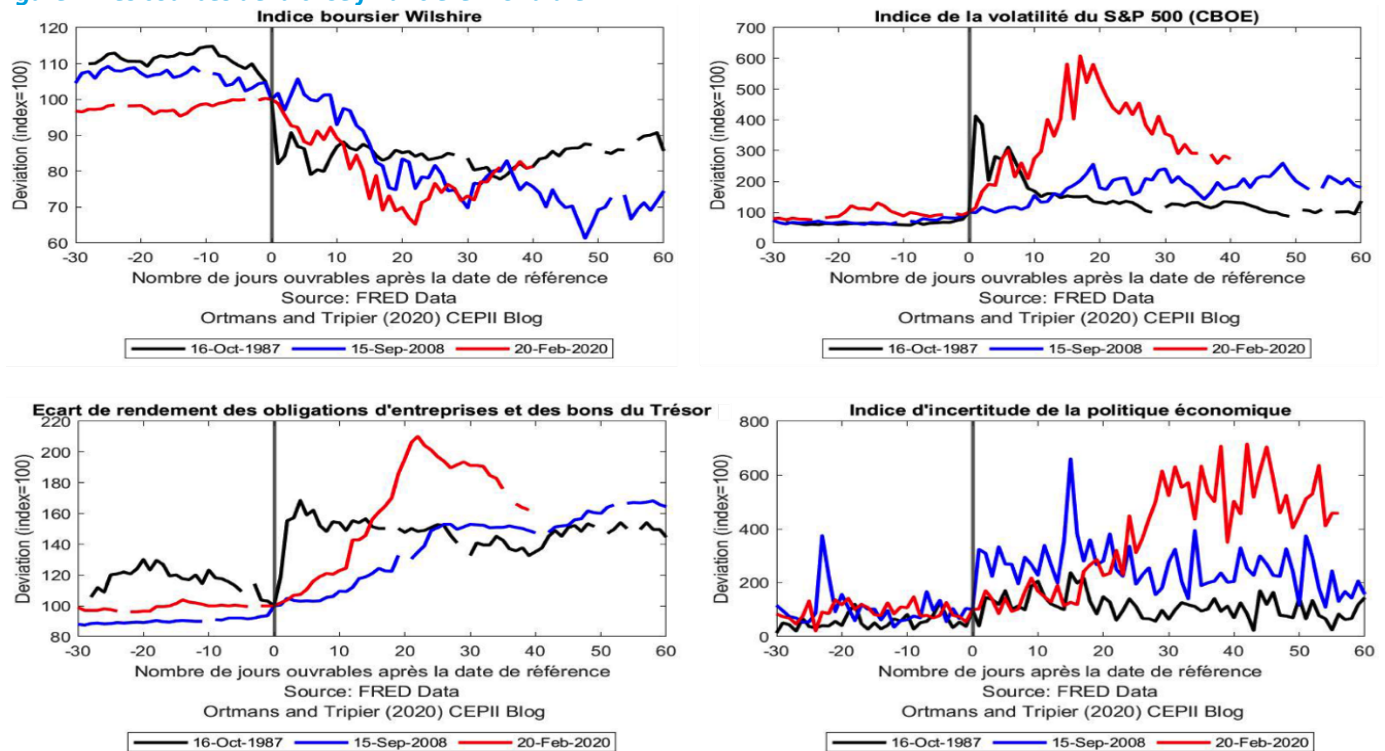
Suite au début du confinement quasi-généralisé, le 20 février de l'année en cours les cours se sont effondrés, la volatilité s'est envolée, et la liquidité s'est asséchée (figure 1). Une boucle de baisse des prix des actifs, d'affaiblissement de la position financière des entreprises, et l'accumulation d'actifs toxiques dans les bilans bancaires contribuèrent à propulser l'économie mondiale au bord du précipice.

L'enchaînement actuel s'est souvent répété durant l'histoire économique et financière et a été théorisé par des travaux scientifiques non-conventionnels (par exemple par Minsky, 1992). Dans tous les cas, l'évènement marquant l'entrée dans la crise – en 2020, l'évènement extraordinaire de la pandémie de COVID 19 -peut paraître comme l'étincelle qui met le feu aux poudres.

Si la crise du COVID est un évènement exceptionnel, l'économie mondiale paye aussi le prix d'une incapacité à tirer les leçons des crises financières précédentes, déjà d'une ampleur conséquente (la bulle internet en 2001, la crise de subprimes en 2008). Contrairement à la croyance sur les pouvoirs des marchés autorégulateurs, les marchés financiers ne reflètent pas la valeur fondamentale des actifs, et ne permettent pas de lisser les risques. Il est dans leur nature d'osciller entre des phases haussières (durant lesquelles s'accumulent des vulnérabilités) et des phases de crises, qui peuvent être déclenchées par des évènements tirés par des facteurs autres que les fondamentaux macroéconomiques (tels la dévaluation du baht thaïlandais en 1997) ou plus significatifs (tel que l'actuelle pandémie de COVID-19). Cette dynamique pro-cyclique, source de fragilité, contribue à amplifier les chocs, au passage provoquant plus de ravages dans les pays de la périphérie.

COVID-19 MED BRIEFS

Figure 1. Les courbes de la crise financière mondiale



Source: Ortman & Tripiet (2020) <http://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqu=796>

2.2. La vulnérabilité des pays méditerranéens

Les rachats d'actifs par les Banques Centrales^[2] ont permis, du moins à court terme et avec des degrés d'efficacité différents, de calmer la tourmente dans les pays industrialisés. Mais toute autre est la situation dans les méditerranéens, fortement dépendants des investissements étrangers directs (Bouoiyour et al, 2009), sensibles à l'évolution du risque-pays. Au sud de la Méditerranée, les mécanismes commerciaux de transmission des crises sont amplifiés par quatre éléments supplémentaires et interconnectés liés à la dynamique du secteur financier : (i) une évolution adverse du cours des matières premières (notamment pour les pays producteurs/exportateurs de pétrole), (ii) une augmentation de l'aversion pour le risque au niveau mondial, (iii) une ruée vers le dollar américain (iv) une réduction brutale des flux de capitaux étrangers des pays considérés plus risqués. Les trois derniers points ont tendance à dévaluer la monnaie des pays de la périphérie et augmenter le fardeau de leur dette externe dans un contexte de croissance négative.

Premièrement, l'évolution du volume et prix du pétrole ont un impact économique important sur plusieurs pays de la région. Les producteurs/exportateurs de pétrole ont été directement touchés par la baisse de la demande et du cours de l'or noir, ce qui impacte les recettes du secteur public, soit sous forme de baisse du volume d'impôts provenant du secteur, soit sous forme de réduction des chiffres d'affaires des compagnies nationales, ou les deux (Abdallah, et al, 2020).

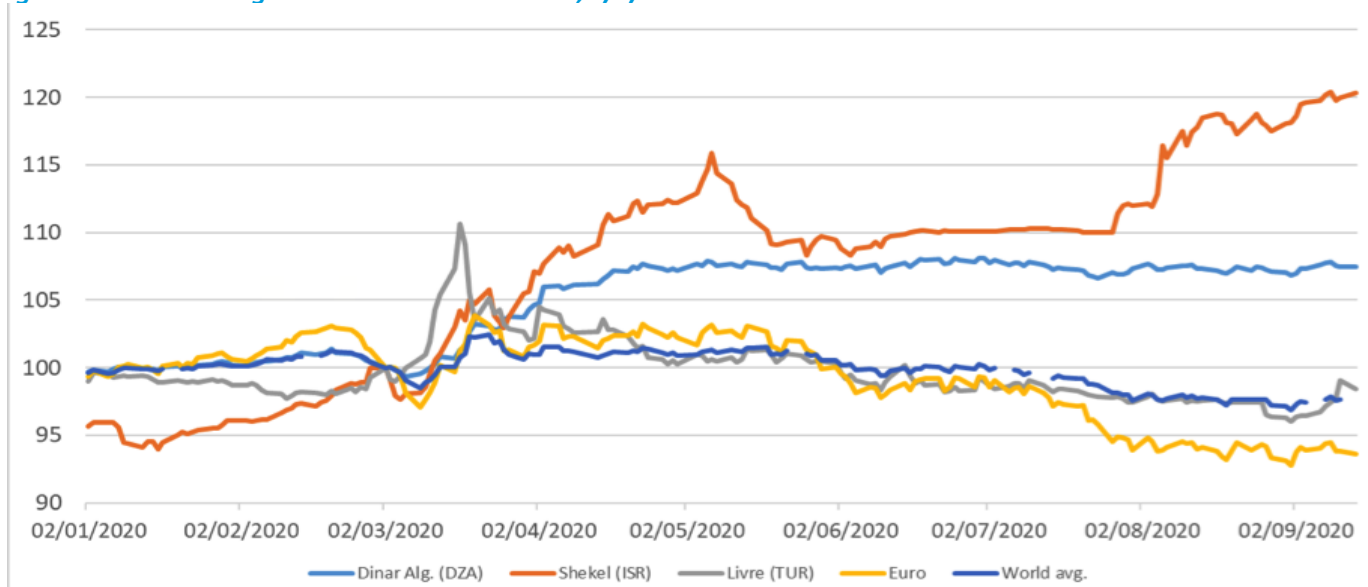
Deuxièmement, les économies méditerranéennes sont vulnérables au ralentissement des IDE, notamment en provenance des pays européens (OCDE, 2020). La reprise de l'activité économique dans la région restera probablement en-dessous des niveaux d'avant crise (déjà plus faibles qu'avant 2008) du fait de plusieurs effets qui pèseront lourdement sur les entreprises : perturbation des chaînes d'approvisionnement et de production, baisse de la demande interne, baisse de la demande externe de biens (y. c. du pétrole) et de services, dévaluation, des effets d'hystérèse et, sauf en cas de changement des règles du jeu dans le

COVID-19 MED BRIEFS

système financier international (voir plus bas), des difficultés accrues pour avoir accès à des financements pour investir et générer des emplois. Or, un facteur attirant des investissements directs étrangers (IDE) est la croissance économique, mais une croissance faible les décourage et s'accompagne d'une fuite de capitaux (Druck, et al, 2018).

Troisièmement les investisseurs, qui normalement ont le choix du pays et instrument dans lequel ils peuvent investir, auront tendance à chercher où placer leurs fonds pour amoindrir les pertes^[3]. Puisque le dollar est actuellement la monnaie la moins fluctuante au monde, car elle en est sa monnaie principale (BIS, 2020), la fuite de capitaux se poursuit aux dépens des économies comme le Maroc, la Libye ou le Liban en faveur de l'économie la plus puissante (et [parmi les plus inégalitaires dans sa catégorie de revenu par tête](#)) du monde. Au passage, les dettes externes des entreprises Algériennes, Egyptiennes, Tunisiennes ou Syriennes deviennent encore plus difficiles à honorer par l'enchérissement du billet vert, monnaie dans laquelle une grande majorité des dettes sont libellées (par des banques américaines et non-américaines). La forte corrélation entre la chute du cours du pétrole et la montée du dollar renforcent encore ces ravages...

Figure 2. Taux de change contre le dollar américain, 2/3/2020 = 100



Note : une augmentation est une dépréciation
Source : Banque des Règlements Internationaux

Enfin, pour les pays émergents les éléments d'une tempête parfaite se mettent en place : l'effondrement du cours des produits de base^[4] génère un trou béant dans leur balance des paiements, au moment même où leurs économies vacillent, et que la hausse du dollar détériore leur accès au financement. La perte de rentabilité des investissements internationaux, engendrée par la dépréciation des monnaies locales, alimente la fuite de capitaux, qui trouvent refuge dans des instruments financiers libellés en dollar (i.e. des actions des entreprises suivant l'évolution du S&P500, du NASDAQ ou les bons du trésor de la Fed), renforçant ainsi la montée et le privilège exorbitant de cette monnaie. Ces tendances, qui entraînent un recul du revenu et de l'emploi auront des répercussions à moyen et long terme du fait des effets de multiplicateurs négatifs sur la demande agrégée, et persisteront probablement après la pandémie. **En l'absence de décisions politiques régionales coordonnées, les pays méditerranéens souffriront d'un recul du développement humain, dans un contexte social et politique déjà extrêmement tendu.**

Certaines difficultés liées au développement économique et social rencontrées par les autorités des pays concernées, déjà complexes, se sont accentuées depuis le début du Grand Confinement. A court terme les

systèmes sanitaires sont moins performants et préparés que leurs contreparties du nord (Deloitte Afrique, 2020). A moyen et long-terme, comme conséquence de la crise le creusement des inégalités et l'augmentation de la pauvreté sont quasiment inévitables (Banque Africaine de Développement, 2020), notamment dans une période dans laquelle avoir un emploi est plus que jamais un privilège. Bien entendu, sans (ou avec des très faibles) filets de sécurité l'écart de revenu entre pays développés et sous-développés et entre riches et pauvres au sein d'un même pays, devient encore plus important.

Ce problème est accentué par le fait que les marchés du travail méditerranéens sont fortement dominés par l'informalité et la précarité (et donc par le manque de couverture de sécurité sociale dans un contexte de baisse de revenus), comme c'est le cas aussi dans d'autres pays émergents, mais aussi à cause de l'existence des conflits (militaires, migratoires, politiques) datant d'avant la mise en place des mesures pour lutter contre le COVID et démographiques. Certains de ces problèmes se sont intensifiés ces derniers mois (par exemple le conflit en Syrie, Banque Mondiale, 2020).

3. Quelles perspectives pour atteindre les ODD pour la Méditerranée ?

Pour éviter l'aggravation de la crise économique, sociale et politique, l'urgence est de faciliter l'accès au financement pour les pays qui en ont besoin le plus, en se reposant sur des ressources externes et des prêts concessionnels (à des taux très inférieurs de ceux du marché) pour éviter que les dépenses ne génèrent une crise d'insolvabilité et un marasme de long terme. Quatre pistes de politiques économiques régionales peuvent être identifiées.

Premièrement, la **Banque Centrale Européenne** pourrait se doter d'instruments financiers spécifiques telles que des **lignes de swap dédiées** permettant de couvrir les besoins de liquidité en euros des pays du Sud. Un tel mécanisme a été mis sur pied par la Fed, qui annoncé le 31 mars dernier la création d'un nouvel instrument financier temporaire, la « repurchase agreement facility for foreign and international monetary authorities » (FIMA Repo Facility). Cette facilité permet aux autorités monétaires étrangères d'échanger les bons du trésor américain qu'elles détiennent sur ces comptes contre des dollars à très court terme, leur évitant d'avoir soit à s'adresser au marché pour effectuer les mêmes opérations, soit à céder les bons du trésor américain qu'elles détiennent. Une initiative européenne symétrique serait bienvenue.

Deuxièmement, **le financement des investissements de court et de moyen-terme requis pourrait être rapidement assuré par des émissions de droits de tirage spéciaux par le FMI** (DTS, Ocampo, 2019). Les DTS sont des avoirs de réserve complémentaires créés par le FMI en 1969. Ils jouent également le rôle d'unités de compte du FMI. Leur valeur est déterminée par un panier de devises (le dollar, l'euro, le renminbi, le yen et la livre sterling). Les détenteurs de DTS peuvent se procurer des devises sur la base d'accords d'échange bilatéraux.

De nouvelles émissions de DTS pourraient aussi constituer une solution pragmatique dans le contexte actuel. Elles permettraient aux pays les plus touchés d'accéder à des financements sans conditionnalité (puisque'il ne s'agirait pas de prêts à intérêts). Les pays méditerranéens pourraient ainsi continuer à participer au commerce international malgré les déstabilisations du change, et pourraient utiliser leurs DTS pour financer les nécessaires pour combattre les effets économiques et sociaux de la pandémie de COVID-19. Les montants en DTS ne représentant que 204 milliards de dollars à l'échelle internationale (à comparer avec 19 500 milliards de dollar du commerce international), il existe une marge d'émission très importante. De l'avis de nombreux économistes, la montée en puissance des DTS comme monnaie de réserve pourraient également contribuer à stabiliser la finance internationale en réduisant la dépendance au dollar (Prasad, 2014).

Troisièmement, **des mesures de coopération régionale pour la régulation des flux de capitaux** (notamment pour stopper l'hémorragie de capitaux et des dévaluations) pourraient être envisagées. En effet, le risque est qu'au déclin des recettes d'exportation s'ajoute des dépréciations si massives que les importations en bien essentiels (nourriture, médicaments) deviennent trop coûteuses alors même que le prix des commodities s'envole. Une telle dynamique, qui ne ferait que provoquer un effondrement des économies méditerranéennes, se ferait au détriment du commerce international. La coordination et les contrôles des capitaux (une proposition remontant aux origines du FMI) pourraient permettre de stabiliser les conditions d'accès au financement (et donc améliorer les perspectives de croissance), notamment quand les emprunts directs à l'étranger sont à l'origine d'une expansion insoutenable du crédit. Cette mesure accroîtrait l'efficacité des émissions de DTS évoquées plus haut.

Quatrièmement, **la création d'une agence de notation euro-méditerranéenne** nous semble nécessaire. Cette agence prendrait en compte l'évolution de l'ensemble des risques spécifiques à la région (notamment **les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance**). En effet, le marché international de la notation est un oligopole et les détériorations de la notation créent une pression additionnelle sur les marchés et accélèrent la fuite des capitaux des pays émergents (vers les USA notamment). La création d'un nouvel acteur sous l'impulsion des autorités euro-méditerranéennes serait l'occasion de faire évoluer le modèle d'affaire de la notation et d'orienter les flux de capitaux en quantité suffisante vers les projets à impact positif. Cette agence permettrait notamment à la **Banque Européenne d'Investissement**, déjà engagée dans la région, d'intensifier les **investissements ciblés alignés avec les objectifs du développement durable** et permettant aux pays méditerranéens de d'insérer de façon plus équilibrée dans le commerce international (comme par exemple une revitalisation du Plan Solaire Méditerranéen, ou un développement de l'agriculture biologique).

Enfin, notons que les **conditions macroéconomiques financières internationales** pourraient devenir plus favorables étant donné l'annonce faite par Jerome Powell (2020) le 27 août lors de la conférence de Jackson Hole (anticipée au moins une semaine avant). Le ciblage de l'inflation aux Etats-Unis se fera autour d'une moyenne de 2% sur une période de 10 ans, ce qui change par rapport aux objectifs annuels visant à un taux d'inflation inférieur à 2%. Ceci indique que le **dollar est désormais susceptible de se déprécier** lorsque l'activité économique américaine est déficiente, même une fois passé le confinement. Une telle dépréciation (qui réduira le coût des dettes dépendant du dollar), couplée avec un prix du pétrole faible (ayant été négatif pendant le confinement) pourrait constituer une fenêtre d'opportunité pour les réformes proposées.

4. Conclusion

La crise du COVID-19 est une crise d'ampleur inédite, qui vient frapper une région Méditerranéenne déjà très affaiblie. Dans ce Brief, nous avons analysé quelques mécanismes de transmission à l'œuvre dans le secteur financier, et montré comment ils impactent de façon dramatique la situation économique en Méditerranée. Nous avons ensuite esquissé quelques éléments d'une réforme de l'architecture financière en Méditerranée, qui permettrait aux pays du Sud d'accéder aux financements requis par les enjeux de court terme et de moyen terme. Les solutions proposées passent par l'ouverture de lignes de swap spécifiques par la BCE, l'émissions de droits de tirage spéciaux par le FMI, la mise en place d'une régulation régionale des flux de capitaux internationaux, et un redéploiement d'outils de financement euro-méditerranéen axée autour d'une agence de notation euro-méditerranéenne.

Soulignons pour conclure que les conséquences de la crise ne sont pas inéluctables ! Les perspectives pour les pays du Sud de la Méditerranée pourraient s'améliorer considérablement si les facteurs exogènes décrits ici sont couplés avec des facteurs internes qui vont dans le sens d'une transition harmonisée et juste, et une coopération internationale surveillée par des organismes internationaux impartiaux.

COVID-19 MED BRIEFS

Notes

1. Voir <https://unstats.un.org/sdgs/indicators/database/>
2. La monétisation de la dette publique, qui fait débat actuellement dans les pays du G-7 (Sokic et Mutascu, 2020), est en place depuis octobre 2017 en Algérie (Banque Africaine de Développement, 2020, encadré 2).
3. Une étude montrant les effets de la diversification (dollar vs. monnaies locales) dans les pays conformant MENA peut être trouvé dans Lagoarde-Segot et Lucey (2006).
4. Voir <https://blogs.worldbank.org/fr/voices/marches-des-produits-de-base-perspectives-et-effets-du-coronavirus-en-six-graphiques>

Ressources bibliographiques

Abdallah, C., Coady, D., & Le, N. P. (2020). L'heure est venue! Réformer la fixation des prix des produits pétroliers sur fond de la baisse des prix. FMI, finances publiques.

Bank of International Settlements (2020). US dollar funding: an international perspective. CGFS papers, No. 65.

Banque Africaine de Développement (2020). Perspectives économiques en Afrique du Nord 2020. Faire face à la pandémie de COVID-19.

Banque Mondiale (2020). Les répercussions du conflit syrien dans la région du Machreq. Communiqué de presse.

Bouoiyour, J., & Hanchane, H. (2009). Investissements directs étrangers et productivité. Revue économique, 60(1), 109-131.

Deloitte Afrique (2020). COVID-19 : Gouverner l'imprévisible - Analyse comparative des différentes stratégies de crise déployées.

Druck, P., Magud, N. E., & Mariscal, R. (2018). Collateral damage: Dollar strength and emerging markets' growth. The North American Journal of Economics and Finance, 43, 97-117.

Gaysset, I., Lagoarde-Segot, T., & Neaime, S. (2019). Twin deficits and fiscal spillovers in the EMU's periphery. A Keynesian perspective. Economic Modelling, 76, 101-116.

Lagoarde-Segot, T., & Lucey, B. (2006). Portfolio Allocations in the Middle East and North Africa (No. iisd141). IIS.

Lagoarde-Segot, T., 2020. Financing the Sustainable Development Goals. Sustainability 2020, 12, 2775; doi:10.3390/su12072775

Minsky, Hyman P., The Financial Instability Hypothesis (May 1992). The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=161024> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.161024>

Ocampo, J.-A. (2019). Time for a True Global Currency. Project Syndicate

OCDE (2020). L'investissement dans la région MENA à l'heure du COVID-19.

Prasad, E. (2014). The dollar trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance. Princeton University Press.

Powell, J. (2020). New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review. Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy, an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming

Sokic et Mutascu (2020), « Quand on parle de monétisation de la dette, il faut bien distinguer base monétaire et masse monétaire » Le Monde. Disponible sur https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/07/06/quand-on-parle-de-monetisation-de-la-dette-il-faut-bien-distinguer-base-monetaire-et-masse-monetaire_6045349_3232.html#:~:text=On%20parle%20ainsi%20de%20mon%20%C3%A9tisation,de%20base%20ou%20base%20mon%20%C3%A9taire.

COVID-19 MED BRIEFS

CMI-FEMISE "COVID-19 MED BRIEFS"

La récente crise du coronavirus menace les santés, les économies et les sociétés de tous les pays, quel que soit leur niveau de développement. Dans les pays du Sud de la Méditerranée la lutte contre la pandémie est encore plus compliquée. Elle doit se faire avec des ressources sanitaires et économiques limitées par rapport aux autres régions. De plus, elle se déroule dans un contexte social et géopolitique unique en son genre.

Une coopération et des stratégies UE-Med dans des secteurs clés sont nécessaires. Par conséquent, le CMI et FEMISE ont décidé d'unir leurs forces et de lancer cette série conjointe de Policy Briefs pour ouvrir la voie à des analyses thématiques et à des prescriptions, qui seront explorées tout au long de cette série.



FEMISE

CMCI

2, rue Henri Barbusse
13241 Marseille Cedex 01
Téléphone : (33) 04 91 31 51 95
Fax : (33) 04 91 31 50 38
www.femise.org
Twitter: @femisenetwork



CENTER for MEDITERRANEAN
INTEGRATION | CENTRE pour
l'INTÉGRATION en MÉDITERRANÉE
مركز التكامل المتوسطي

**Center for Mediterranean
Integration (CMI)**

2bis Boulevard Euromediterranée
Quai d'Arcenc, 13002
Marseille
Téléphone : (33) 04 91 99 24 89
www.cmimarseille.org
Twitter: @cmimarseille

Ce Policy Brief est produit dans le cadre de la série de Policy Briefs sur «Répondre aux défis du COVID-19 en Méditerranée», entreprise en partenariat entre le FEMISE et le Centre pour l'Intégration en Méditerranée (CMI).

Les opinions exprimées dans ce brief sont celles des auteurs et ne reflètent pas les vues du CMI ou du FEMISE. Le contenu n'a pas été soumis à une vérification par le CMI ou par FEMISE et leur publication ne reflète pas la propriété du CMI ou du FEMISE.