

REACTUALISER LA NOTION DE RISQUE-PAYS

Jean-Louis TERRIER
Président
Credit Risk International

Depuis six ans, quatre séries de crises financières ont profondément secoué la planète financière et avec elle les connaissances prétendument acquises autour de la notion de risque-pays : la crise mexicaine de 1994-95, enrayée en neuf mois et qui ne paraît plus à certains qu'un mauvais souvenir ; la crise asiatique, boursière, monétaire, bancaire, économique et politique, déclenchée en deux temps à partir du décrochement du Bath thaïlandais le 2 juillet 1997 puis avec la crise coréenne quatre mois plus tard ; la crise russe, avec la dévaluation du Rouble le 17 août 1998 et le moratoire sur les GKO ; la crise brésilienne, enfin, commencée dès l'automne suivant et qui s'est finalement soldée par la décision de laisser flotter le Réal en janvier 1999.

Il n'est pas question ici de refaire l'histoire, ni, après beaucoup d'autres, de décrire par le menu ce qui s'est passé. L'objet de cet article est de poser deux questions et de tenter d'y répondre :

- Pourquoi et comment le risque-pays a-t-il évolué au point de concerner désormais l'ensemble des pays du monde et non plus les seuls pays en développement ?
- Est-il possible, sinon de prévoir la date de déclenchement de ce nouveau type de crises qu'on appelle « *crises de marché* », du moins de détecter leur inévitabilité à partir d'une analyse en risque-pays sérieusement réactualisée ?

Que faut-il entendre par risque-pays ?

Au sens strict, cette notion recouvre trois types de risques :

- Le risque de rupture politique susceptible d'affecter le droit de propriété par la confiscation, l'expropriation ou la nationalisation, avec ou sans indemnité, par la répudiation de contrat ou de dettes, etc...
- Le risque de non transfert (et d'inconvertibilité) quand la banque centrale d'un pays est impuissante à transformer les ressources en monnaie locale en moyens de paiement internationaux.
- Le risque de non paiement de l'Etat lui-même, ou d'une entreprise publique, quand l'acheteur ou le débiteur public n'honore pas ses engagements en devises.

Ces trois risques constituent encore aujourd'hui le socle du risque-pays, c'est à dire :

- Pour les juristes, les « *faits du prince* », en sachant qu'un recours contre un Etat étranger est en pratique difficile et qu'il ne peut conduire, en tout état de cause, à la mise en faillite juridique du débiteur ;
- Pour les banquiers, les « *risques souverains* », en sachant qu'une garantie « souveraine » tient souvent lieu de schéma de sûreté et que celle-ci conduit à l'examen de ratios financiers différents de ceux de l'analyse financière classique ;
- Pour les assureurs enfin, les « *risques politiques* », en sachant que ces risques non probabilisables peuvent être assimilés à des risques catastrophes et qu'à ce titre ils doivent être davantage couverts par des assureurs spécialisés agissant soit pour compte d'Etat soit dans le cadre de la réassurance de marché.

Il faut bien insister sur cette distinction capitale entre risque politique d'un côté et risque commercial de l'autre, car, en fin de compte, la crise de la dette des années 80 a correspondu à une matérialisation de grande ampleur du risque-pays, du risque politique, assuré et indemnisé comme tel – cela a coûté à l'Etat et aux contribuables français plus de 150 milliards de francs entre 1985 et 1994 ! – tandis que les « crises de marché » des années 90 correspondent à des

risques de faillite, de défaut de paiement de débiteurs privés, bref à du risque commercial, lui aussi assuré et indemnisé comme tel, au demeurant à un degré considérablement moindre, l'impact de la crise asiatique sur les comptes propres de la COFACE ayant été à ce jour minimal.

Comment le risque-pays a-t-il évolué ?

Pour une bonne part, le traitement il y a dix ans du problème de la dette latino-américaine, cette crise épique du risque souverain, portait en germe les crises de marché que nous connaissons aujourd'hui. Globalement et pour faire court, l'ajustement de la plupart des pays débiteurs, puis des « pays en transition » de l'Est, s'est effectué par l'adoption du modèle de développement économique que les pays avancés de l'OCDE avaient eux-mêmes laborieusement adopté pour s'ajuster aux deux chocs pétroliers des années 70, qui signèrent la fin des « *trente glorieuses* » et de l'Etat providence.

Ce qu'on a appelé la « *révolution libérale* » se présentait comme une fusée à trois étages :

- Premier étage, contre le schéma dévoyé d'industrialisation par substitution d'importation, c'est l'ouverture des frontières et des industries nationales à la concurrence des produits étrangers et aux investisseurs étrangers, par la réduction généralisée des droits de douane (et des barrières non tarifaires) et le libéralisme désormais de mise des codes d'investissement, contribuant ainsi à la fameuse « mondialisation » des échanges et des capitaux...
- Deuxième étage, c'est la réduction de la taille de l'Etat par la privatisation de nombreuses entreprises publiques, véritable pierre philosophale des temps modernes.
- Troisième étage, c'est au delà du recyclage de la dette par le Plan Brady à partir de février 1989, la dérégulation financière et le développement des marchés financiers locaux pour lever du capital ou de la dette obligataire en lieu et place des anciens prêts de syndicats bancaires internationaux. L'appellation « *pays émergents* », venue à point nommé pour remplacer les termes peu vendeurs de « tiers monde » et de « pays en développement », est elle-même dérivée de « *marchés émergents* », c'est à dire des bourses qui ont éclos un peu partout comme jonquilles au printemps.

Le décollage de cette fusée a, dans l'ensemble, bien eu lieu même si on s'est trop souvent contenté d'une mise en orbite plus basse que prévu. Presque partout, le secteur privé a pris la relève des Etats à bout de souffle, et, par la « *financiarisation* » de l'économie et la « *marchéisation* » des financements, les risques-pays se sont en quelque sorte « privatisés ».

Quel que soit l'angle sous lequel on aborde le problème, non seulement la perception mais encore le contenu même du risque-pays se sont modifiés. Ainsi, les temps ayant changé, il n'est presque plus jamais question de risque d'expropriation ouverte des filiales ou joint-ventures étrangères mais de « *risques de performance* » - entendez par là tout ce qui compose l'environnement des opérations des multinationales dans les pays étrangers auquel s'ajoute désormais le risque de retournement brusque et drastique de la conjoncture (« *risque de volatilité économique* »), toute crise financière, privée ou publique, conduisant aujourd'hui comme hier à un ajustement par la demande. Quant aux grands projets d'infrastructure, eux aussi très souvent privatisés, en « B.O.T. » ou autrement, ils posent, dès lors qu'une garantie souveraine *stricto sensu* ne peut plus être demandée, de nouveaux risques tels que celui d'une remise en cause du droit naissant des concessions et/ou le risque de change (dévaluation) pour des projets non générateurs de devises, deux menaces qui risquent d'affecter profondément le fonctionnement des concessionnaires privés et que de nombreux analystes rangent dorénavant dans la catégorie des risques-pays.

Encore conviendrait-il de ne pas pousser trop loin cette conception nouvelle du « *risque pays privatisé* » sans doute parce que les termes choisis sont quelque peu contradictoires, mais surtout parce qu'en dernière analyse on n'a, par exemple, jamais encore vu un pays refuser de porter secours, d'une manière ou d'une autre, à son système bancaire privé si celui-ci est en

banqueroute, l'aléa moral de crédit (« *moral hazard* ») faisant d'ailleurs son affaire de cette délimitation toujours floue entre privé et public quand les choses vont mal...

Toujours est-il que, dès le début de la décennie qui s'achève, les investisseurs financiers, frais émoulus des « bangs » financiers en Occident, découvrent avec ravissement que le reste de la planète est jonchée de marchés émergents où les profits sont tels qu'on en oublierait presque les risques et les pièges. D'autant que la croissance économique repart à cette période un peu partout dans les deux Amériques. D'autant qu'elle explose littéralement dans l'Asie en développement grisée par la seconde « *endaka* » (réévaluation du yen) de 1994-95. D'autant que l'implosion de l'empire soviétique consacre la pensée unique de la primauté du marché et accouche dans le même temps de deux zones bien distinctes : la première (les PECO) happée par l'OTAN et l'Union européenne et la seconde constituée par l'énorme ventre russe de la C.E.I. où, faute d'expérience, on confond le capitalisme avec le Far West. Bref, à partir de 1990-92, tout pousse de nouveau à investir dans les pays émergents et c'est massivement qu'on le fait : plus de 300 milliards de dollars en Asie entre 1993 et 1997 ! Tout pousse à parler de globalisation financière. Tout pousse aussi à un nouveau type de crises financières.

Une nouvelle configuration des crises

Les crises monétaires des années quatre-vingt dix diffèrent de celles des deux décennies précédentes sur trois points fondamentaux :

- Elles impliquent des opérateurs privés plutôt que publics ; ce n'est plus la dette extérieure publique qui est en défaut, mais les pyramides financières privées qui inquiètent, leur augmentation vertigineuse, les distorsions d'échéanciers entre les emprunts en devises et les prêts en monnaie locale, notamment dans le secteur immobilier.
- Elles portent sur des montants, en dollars constants, sans comparaison avec le passé.
- Elles se développent beaucoup plus vite parce que les marchés travaillent en « temps réel » ; le phénomène auto-réalisateur de la panique étant à l'œuvre, on passe ainsi quasi instantanément de la simple crise de liquidité et de trésorerie à la crise de solvabilité caractérisée. Dans la nouvelle planète financière, il n'y a plus de décalage entre la perception d'un risque et le fait générateur de sinistre puisque c'est le risque perçu qui est lui-même le fait générateur !

Après tout, les psychologues sont peut-être mieux qualifiés que les économistes pour décrire ces crises d'un nouveau type. De fait, l'explication béhavioriste est souvent instructive, sur la bousculade des initiés dans le nouveau monde de la finance ; sur la formation puis l'éclatement des bulles spéculatives ; sur les effets désastreux de la contrainte de rendement exigée par les fonds de pension ; sur la dangereuse confusion sémantique entre la circulation et la création de richesses ; sur les phénomènes collectifs d'engouement puis d'affolement où l'urgence n'est pas de réfléchir avant d'agir mais de faire comme les autres par peur légitime d'être laissé pour compte ; sur le véritable « *zapping des fondamentaux* » qui s'opère dans les deux versants – euphorie puis panique - d'une crise...

De même que sur les trois phénomènes qui, la plupart du temps, en résultent :

- L'effet « *trainée de poudre* » de la mauvaise nouvelle qui se répand en temps réel ;
- L'effet « *boule de neige* » quand les acteurs du marché sont contraints de liquider à tout prix leurs positions afin de faire face à leurs propres engagements (les crises auraient-elles la même ampleur si les opérateurs ne misaient pas l'argent des autres ?) ;
- L'effet « *domino* » enfin, qui poussent les mêmes opérateurs à prendre ailleurs, et avant qu'il ne soit trop tard, leurs bénéfices pour compenser leurs pertes, transportant du même coup la contagion d'un malade à l'autre de l'hôpital-casino mondial. L'effet de souffle de la crise russe, en 1998, marginale en tant que telle, trouve là sa principale explication...

Tout cela ne serait pas grave si les crises financières n'avaient pour seul effet que de corriger, de dégonfler les anticipations excessives et virtuelles d'une bulle spéculative ; malheureusement, elles détruisent aussi, tel un typhon sur un village de bambou, l'économie réelle et jettent à la rue et dans la pauvreté des millions d'hommes et de femmes (presque

toujours sans allocations de chômage). Ajoutons que regretter le caractère moutonnier des troupes de financiers n'est ni nouveau ni suffisant, il faut aujourd'hui démonter les ressorts économiques de l'auto-légitimation des bergers (budgets média des valeurs internet, contractualisation des agences de notations, etc)

En attendant, trois croyances fallacieuses doivent être dénoncées au sujet de ces nouvelles crises financières :

- La première consiste à croire les économistes qui, tel le charbonnier rivé à sa foi, nous assurent contre tout bon sens qu'il y a toujours un « prix de marché », sauf que lorsque le marché disparaît, il n'y a plus d'équilibre, il n'y a plus de prix ! Si on en juge par la crise de change de l'Asie du Sud-Est à l'automne 1997, le « rééquilibrage » a pris plusieurs mois avant de se concrétiser.
- La seconde illusion est de penser que tel ou tel « domino » est trop gros pour tomber (« *too big to fail* »). Ce qui s'est révélé faux pour Yamaichi Securities au Japon en 1997, pour le fonds LTCM américain l'année suivante et pour les chaebols coréens, peut en fait très bien se révéler faux à Wall Street demain. La capitalisation d'AOL, à près de cent fois son chiffre d'affaires, n'est-elle pas supérieure à celle de Sony ? N'estime-t-on pas, chez certains *traders*, à 30-40% la correction à la baisse qui serait logique pour l'indice Dow Jones et qui sera sans doute dépassée lorsque les ménages américains auront cessé de croire au Père Noël ? De sorte que par rapport à l'énorme force de frappe des marchés, à l'engouement qui précède nécessairement son contraire, tous les pays développés se présentent, comme la Corée, avec un buste de Schwarzeneger sur des jambes de Woody Allen !
- La troisième erreur est d'imaginer que nous habitons la même planète qu'il y a vingt ans. Sur ce point un certain nombre d'ordres de grandeur doivent être gardés en mémoire même si elles donnent le vertige. Ainsi, en vingt ans, depuis 1980, les échanges de marchandises ont été multipliés par sept, les flux d'investissements directs à l'étranger par quinze et ceux drainés par les marchés financiers par 1700 ! Dorénavant, il circule quotidiennement dans le monde entre 50 et 90 fois plus d'argent qu'il est nécessaire au règlement de l'import-export mondial (selon qu'on prend en compte ou non le « notionnel » des marchés dérivés). Mais encore, comme s'en inquiétait récemment Jacques Attali, les réserves en devises des banques centrales du monde, mises ensemble, ne tiendraient pas plus de dix heures face à une panique généralisée...

Au demeurant, c'est le caractère alarmant de telles réalités qui constitue peut-être l'ultime garde fou du système, beaucoup plus en tout cas que le FMI, à la fois gendarme dont les procès-verbaux sont contestés et pompier dont l'eau est rationnée, lequel ne peut plus prétendre au rôle qui ne lui fut d'ailleurs jamais officiellement dévolu de prêteur de dernier ressort.

La volatilité, partie intégrante du risque-pays ?

Sous une menace latente de déflagration financière à l'échelle planétaire qui oblige, en l'occurrence, les opérateurs à n'avoir plus dorénavant comme seule certitude que l'incertitude, ceux-ci doivent cependant se garder de tout fatalisme. Ce serait une autre grave erreur de penser que les pays émergents ont été uniquement victimes d'une crise – d'un complot, dit le Premier ministre malaisien Mahathir – et n'ont eu aucune part de responsabilité. Le fait est que les pays du Sud-Est asiatique, claironnant la supériorité des valeurs asiatiques sur les occidentales, ne se sont pas ajustés aux chocs exogènes de la dévaluation compétitive du Yuan chinois fin 1994 puis du retournement du cours pivot Yen-Dollar et du cycle des « *chips* » en 1996. Par conséquent, mieux aurait-il valu écouter les analystes en risque-pays quand les plus lucides d'entre eux tiraient la sonnette d'alarme et dénonçaient à juste titre, qui le dérapage insoutenable du déficit des paiements courants au Mexique en 1993-94 ; qui le laxisme budgétaire brésilien depuis 1997 qui nous renvoyait à un système politique vermoulu et dévoyé ; qui le fameux « *triangle d'incompatibilité* » de la Thaïlande d'avant 1997 (libéralisation anarchique des flux de capitaux + dérégulation bancaire + maintien d'une parité

monétaire fixe) ; qui, enfin, la folle pyramide des GKO russes en 1997-98 érigée dans le contexte d'une défense coupable du Rouble fort...

Des deux côtés de l'Atlantique, recherches et études sont menées intensivement pour améliorer l'analyse des risques tandis que les organisations multilatérales réclament des pays emprunteurs sans cesse plus de transparence et de ponctualité dans les statistiques financières nationales, notamment sur l'endettement privé à court terme et les réserves de change. Dans le même temps, il faut reconnaître qu'à la différence des anciennes crises de la dette des années 80, les « crises de marché » sont susceptibles d'affecter les investisseurs directs à l'étranger, plus encore sans doute que les grandes banques commerciales. C'est ici que l'analyste financier des risques-pays doit se muer en économiste évaluateur de la volatilité économique résultant d'une crise financière de marché. C'est pourquoi, Credit Risk International, qui est une agence de notation d'un type particulier puisqu'elle est dédiée aux seules entreprises exportant et investissant dans les pays émergents, a développé une batterie d'indicateurs avancés de crise de marché (voir tableau ci-après).

La probité commande de dire tout d'abord ce que ces indicateurs ne sont pas :

- Ils ne permettent pas de prévoir la date de déclenchement d'une crise de marché ; c'est déjà beaucoup pour un analyste de conclure que celle-ci est « inévitable »...
- Ils ne revêtent pas un caractère scientifique ; en particulier, ils n'ont pas été sélectionnés en fonction des résultats de calculs de régression appliqués à des crises financières passées (les corrélations faites à ce jour se sont révélées peu concluantes puisque, précisément, les crises les plus récentes sont d'un nouveau type) ; par conséquent, il fallait partir de ces crises nouvelles pour élaborer des critères nouveaux.
- Ils ne prétendent pas bouleverser l'analyse des risques-pays mais seulement compléter celle, classique, des risques financiers souverains par celle, désormais essentielle, des risques financiers de marché...

En revanche, ces vingt-cinq indicateurs avancés (« *early warning signals* ») sont :

- Des radars de surveillance d'une situation en devenir, davantage que des indicateurs d'évaluation d'une situation statique, par exemple des ratios d'endettement ;
- Des critères susceptibles d'être notés (généralement de 1 à 7 par Credit Risk International) en fonction de « grilles de notation » intellectuellement rigoureuses à défaut d'être toujours scientifiquement vérifiées ;
- Des indicateurs qui prétendent mesurer aussi les effets économiques d'une crise de marché et sa durée probable.

Clairement, cette batterie de critères a été révisée à l'aune des quatre crises récentes que nous rappelions en introduction, en particulier à celle de la crise coréenne, mais son architecture était déjà en place en 1995 et a permis une assez bonne prévisibilité des crises thaïlandaise et indonésienne en 1997.

Le département « Risque Pays » de la COFACE, qui avait bien vu venir, avec quelques rares autres, la crise thaïlandaise, a lui aussi modifié sa méthode de notation des risques pour le compte du ministère français de l'Economie et des Finances, ce qui n'affectera pas directement le niveau des primes, puisque, comme les assurés le savent, celles-ci sont depuis le 1^{er} avril harmonisées au niveau de l'OCDE au même titre que la classement des pays en sept catégories de risque.

La régulation, tribut à la liberté...

Finalement, contrairement à une idée encore trop répandue, l'humanité s'achemine vers davantage de régulation, notamment des systèmes bancaires, comme le prix à payer (moins élevé que celui d'une « taxe Tobin », impraticable) pour la liberté et la mondialisation. Doit-on rappeler qu'en 1944-45, les pères fondateurs du système de « Bretton-Woods » étaient légitimement réticents à la libéralisation financière tandis qu'ils prônaient avec détermination la libre circulation des produits ? Un retour à la sagesse n'est pas à exclure bien qu'on puisse

parier qu'il suive plutôt qu'il ne prévienne une crise boursière grave, sans doute moindre que celle de 1929 mais plus importante que celle de 1987.

Quant aux ratios prudentiels des banques occidentales, les premières propositions de réforme du fameux « Ratio Cooke » viennent d'être publiées par le Comité de Bâle tandis que la Commission Bancaire française a reformulé avec la Direction générale des Impôts, depuis dix-huit mois, les règles de provisionnement « risque-pays » des banques de la place, sans d'ailleurs se soucier outre mesure de ce que ses homologues européens décidaient et laissaient faire de leur côté au détriment, c'est peu contestable, des établissements français. Mais cela est une autre histoire qui mériterait certainement de longs développements en dépit du caractère hautement technique du dossier.

Au total, si l'ancien « risque-pays » est bien moindre aujourd'hui qu'hier, le nouveau « risque-pays » est arrivé. Et celui-ci place en quelque sorte sur un pied d'égalité tous les pays de même que tous les opérateurs du commerce international, les premiers parce qu'aucun, aussi « avancé » soit-il, ne peut vraiment se considérer à l'abri de la volatilité des marchés financiers, les seconds car ils sont désormais presque tous concernés de la même façon par les risques de dévaluation sous contrainte, de retournement de conjoncture, d'impayés et de non transfert. Par un glissement sémantique, on est ainsi passé du risque-pays au risque-client, ce qui revient sans doute au même pour les assurés mais par forcément pour les assureurs...

Jean-Louis TERRIER
Président de *CREDIT RISK INTERNATIONAL*
(*cri.jlt@wanadoo.fr*)

31/03/2000

VERS DES INDICATEURS AVANCÉS DE CRISE DE MARCHÉ

À détente rapide (3 mois)
« WARNING »

À horizon 12-18 mois
SURVEILLANCE RENFORCÉE

Sur plus longue période
DETECTEURS AVANCÉS

I - Quatre facteurs de défiance des marchés. Individuellement nécessaires mais insuffisants, conjonction nécessaire d'au moins deux facteurs pour déclencher une crise latente de confiance...

● (BFE – IDE) / PIB > 4% BFE (besoin de financement extérieur) : déficit des paiements courants + remboursement du principal au titre de l'année ; IDE : Investissements étrangers directs	Déficit courant / PIB > 6%	$\Delta\%$ Exports / $\Delta\%$ Dette < 2 Ratio D/X dégradé ou non, où X = Exports biens+services+tferts
● $\Delta\%$ Dette privée court terme > +15 à 20% par an Mesure une croissance trop rapide de la dette privée à court terme		(FBCF – E) / PIB > 5% Mesure le déficit d'épargne(E)
● Modification du cours pivot* (exemple : Yen/ US\$) (* cours référence dans la région) Analyse obligatoire des taux de change fixes ou des « <i>crawling pegs</i> » (cas particulier des « <i>currency boards</i> »)	Surévaluation du TCER > 15% (référence 100 = 1995) (TER = taux de change effectif réel)	Surévaluation TCER > 25% (référence 100 = 1992)
● Déficit public consolidé/PIB > 6% Très mal perçu par le FMI et les marchés	Dette intérieure publique / PIB > 50% Doit être complété par une étude des conditions de son refinancement à savoir à quel taux d'intérêt (part à refinancer chaque année)	

II - Trois facteurs de déclenchement. Un seul suffit pour déclencher une crise ouverte de I en II : crise de paiements (recours au FMI et/ou moratoire), crise monétaire (dévaluation brusque de la devise), crise boursière (voir facteurs aggravants en III), etc...

● $\Delta\%$ Exports (t+1) / Idem (t) < 0,3 (t = réf. 5 ans en moy. trimestrielle) Ces ratios surveillent les résultats commerciaux des « <i>export oriented economies</i> » (ex : Sud-est asiatique)	$\Delta\%$ Imports / $\Delta\%$ Exports > 2 (à surveiller sur 12-18 mois ; aggravant également le facteur ci-contre)	
● Réserves en devises (FX) / dette privée court terme < 80% Il s'agit ici d'une lecture beaucoup plus restrictive du ratio traditionnel de liquidité (couverture des importations par les réserves en devises exprimée en mois d'importation), notamment en retranchant la moitié des investissements de portefeuille, présumés spéculatifs et volatils, ou en se rapprochant de la logique du Currency Board, où les réserves en devises sont supposées couvrir la masse monétaire.	(FX réserves – 1/2 «portfolio Investmts») / Imports < 4 mois	FX réserves / M1 < 80% FX réserves / M2 < 40%
● Décote dette souveraine sur marché secondaire Augmentation brusque = nervosité Trois ratios concernant les marchés financiers, à surveiller de près et en amont des agences de notation	Volatilité (nervosité) boursière Indice IFC ou autre en US\$, à surveiller sur une base mensuelle	«Turnover ratio» Vol. transactions/capitalisation boursière (base trimestrielle)

III – Quatre facteurs aggravants (susceptibles de cumuler leurs effets)

● Dette ext. / Exports b+s+t > 280% Probabilité d'un défaut de paiement	Qualité des relations avec FMI et banques commerciales Transparence statistique et importance stratégique du pays	
● Crédit intérieur / PIB > 65% (85% dans le cas des pays avancés) Ces trois ratios mesurent l'impact économique et la profondeur d'une éventuelle crise bancaire	Part des créances douteuses dans l'actif bancaire local	Ratio fonds propres du système bancaire local
● Taux d'intérêt domestique réel* – Libor 3 mois > 10% *Taux réel = taux d'intérêt local – hausse des prix ; ce ratio mesure la «durabilité» de la crise économique		
● Ineffcience du système politique (contre-exemple du Brésil) + mauvaise «gouvernance» ou/et « image de marque » du pays dans les médias internationaux		