

CYRILLE LACU¹

LA CRISE DE L'ASSURANCE-VIE

RÉSUMÉ. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, l'éclatement de la bulle financière puis la déflation confrontent les assurances-vie japonaises à un effet de ciseaux : alors que les rendements de leurs actifs diminuent, elles continuent d'offrir aux assurés les rémunérations élevées de la période d'euphorie pour enrayer la chute des nouvelles souscriptions. L'épargne, attirée au prix fort et censée être capitalisée, sert de plus en plus à éponger les pertes sur les contrats antérieurs. En révélant la gravité de la situation, la faillite de Nissan Life, en 1997, ébranle la confiance des ménages. Elle déclenche un mouvement ininterrompu de fuite de l'épargne, sous la forme d'une explosion des résiliations de contrats, qui plonge les assurances-vie japonaises dans une crise ouverte. Leur position de liquidité se détériore suffisamment pour provoquer des ventes forcées d'actifs dépréciés qui, en révélant une fragilité que ces intermédiaires avaient jusqu'alors dissimulée, accentue les fuites d'épargne. Un cercle vicieux de détérioration de leur solvabilité s'enclenche, acculant entre 1997 et 2001, sept des dix-huit institutions présentes historiquement à la faillite.

Or le système financier japonais associe à un haut degré de développement des marchés des taux d'intermédiation bancaire et non bancaire également élevés. Les banques demeurent le principal canal d'intégration épargne/investissement, mais d'autres intermédiaires financiers tiennent une place stratégique dans cette relation. C'est le cas des assurances-vie japonaises. Ce secteur, très concentré, collecte le quart de l'épargne des ménages, dont une grande partie de l'épargne retraite privée, qu'il recycle principalement sous forme de financements à long terme de l'économie, comme investisseurs institutionnels sur les marchés d'actifs, et dans le cadre des interdépendances étroites nouées avec les banques et leurs keiretsus. Dès lors, si la crise financière japonaise est d'abord une crise bancaire, on ne peut pas expliquer la formation du cycle financier de ces vingt dernières années et les tensions déflationnistes persistantes sans faire intervenir le comportement de ces intermédiaires. Au cœur du système de régulation économique japonais, ils y exercent une influence de nature systémique.

Depuis 1997, plusieurs tentatives de stabilisation ont été entreprises. Pour l'essen-

1. CYRILLE LACU est doctorant à Paris X Nanterre (MINI-FORUM) et collaborateur au CEPII (lacu@cepii.fr).

tiel, elles se sont bornées à une réforme superficielle du système mutualiste de garantie des contrats d'assurance. Nous pensons que leur échec résulte d'une sous-estimation à la fois de l'état de délabrement du secteur, et de la dimension systémique de la crise. Ces deux éléments nous dictent les principales caractéristiques d'un plan de stabilisation crédible. Celui-ci serait fondé sur le recours aux fonds publics, pour financer une couverture temporaire des contrats d'épargne-assurance totale et systématique, et pour resolvabiliser les institutions les moins fragiles. Pour empêcher la formation d'un aléa de moralité, ces injec-

tions devraient être conditionnées au respect de normes de progression des restructurations quantifiées prédéfinies. Or il n'existe pas aujourd'hui de norme de solvabilité, ni de dispositif d'intervention précoce, ni plus largement de règles de transparence fiables. La garantie publique inconditionnelle des assurés doit donc aller de pair avec l'adoption la plus rapide possible d'un nouveau cadre comptable et prudentiel.

Classification *JEL* : G18, G22, L31, N25.

La crise financière japonaise est avant tout une crise bancaire. Une littérature abondante met en évidence les liens entre les comportements bancaires et les fluctuations de prix d'actifs au Japon. En même temps, ce pays devient, avec la déréglementation des années quatre-vingt, une économie de marchés financiers, c'est-à-dire une économie au sein de laquelle le lien entre les comportements monétaires et financiers se complexifie. La particularité du Japon, en la matière, est d'associer à un haut degré de développement des marchés financiers, des taux d'intermédiation bancaire et non bancaire également élevés, de l'ordre de 70 % pour les premiers et de 93 % pour l'ensemble². On parle alors de marchés d'institutionnels. Les banques demeurent le principal canal d'intégration entre l'épargne et l'investissement, grâce à leur forte présence sur les marchés financiers. Dans cette relation, les institutions financières non-monétaires (IFNM) tiennent aussi une place stratégique, acquise progressivement au rythme du développement de la finance de marché. Celle-ci est toutefois davantage qualitative qu'elle ne se mesure quantitativement par les masses financières. Ces agents interviennent principalement dans la collecte et le financement à long terme, comme investisseurs institutionnels sur les marchés, et entretiennent d'étroites relations d'interdépendance avec les banques. Dans ces conditions, si la crise financière japonaise est avant tout une crise bancaire, le comportement des IFNM au cours du cycle financier de ces vingt dernières années a lui aussi été actif dans la formation de cette dynamique. Comprendre les tensions déflationnistes persistantes au sein de l'économie nipponne, c'est donc étudier son système financier en s'intéressant au comportement des banques et aux autres grandes IFNM qui participent à son fonctionnement, en particulier au cadre institutionnel et aux conventions qui les régissent.

Cette lecture plus large de la problématique de l'instabilité financière au Japon n'est pas une rupture, mais un recadrage théorique par rapport à une littérature qui

2. Taux large d'intermédiation, mesuré par le poids relatif des passifs d'institutions financières – y compris les titres de créances négociables et les actions – dans l'épargne des ménages (estimation de l'auteur sur 1985-90).

manque de cohérence par rapport à un discours général sur l'instabilité financière, trop axée sur les comportements bancaires, et insuffisamment sur les relations entre monnaie et finance. Elle est la toile de fond de cet article, consacré à la crise d'une catégorie particulière d'IFNM, les assurances-vie. Ces institutions occupent une place stratégique au sein l'économie japonaise : elles collectent à elles seules le quart de l'épargne des ménages japonais, et elles sont aussi les premiers investisseurs japonais à l'étranger, notamment sur le marché de la dette publique américaine. Leurs comportements instables au cours du cycle financier doit être compris plus comme l'une des manifestations du dérèglement de l'activité d'intermédiation au Japon, que comme un effet de l'instabilité bancaire. Conformément à cette approche, la thèse défendue ici interprète l'éclatement de la crise des assurances-vie, en 1997, comme un facteur d'accroissement sensible de l'incertitude dans le processus de formation des anticipations au Japon, et donc comme un facteur de blocage de la reprise, indépendamment des progrès réalisés en matière bancaire.

Depuis la première cessation d'activité dans le secteur, celle de Nissan Life, en mai 1997, les difficultés que rencontrent les assureurs-vie s'intensifient au rythme des nouvelles faillites, sans qu'il soit possible de stabiliser leur situation. Kiyoei Life, en octobre 2000, est la sixième à fermer, sur les dix-huit institutions historiques³. Or les estimations du coût de ces faillites sont à chaque fois plus élevées. Anticipant d'autres défauts, l'autorité de régulation financière a fait voter à la Diète, en juin 2000, une révision substantielle du Code des Assurances et de la Loi Cadre organisant la restructuration du système financier. Parmi ces modifications, la plus notable est que l'État accepte d'avancer des fonds publics pour soutenir la restructuration du secteur. Ce type d'action n'est en principe légitimé économiquement que dans les cas où le coût social d'une faillite est sensiblement supérieur aux coûts directs supportés par les actionnaires et créanciers. On comprend bien l'objectif de cette intervention dans le cas des banques. Appliquée à la crise des assurances-vie, sa légitimité est moins évidente. En décidant d'intervenir, les autorités publiques semblent en tout cas leur reconnaître un rôle essentiel pour la stabilité du pays.

La première partie de cet article, chronologique, revient sur la gestion du cycle financier par les assurances-vie, depuis la bulle jusqu'à la crise ouverte actuelle. La deuxième partie, analytique, montre par quels canaux ces dernières exercent une influence systémique sur l'économie japonaise, justifiant le principe du recours aux fonds publics en cas de crise généralisée. La troisième partie s'interroge sur les déterminants microéconomiques de cette crise, avec une attention particulière portée aux relations entre les assureurs-vie et leur tutelle. Enfin, l'article envisage une stratégie de sortie de crise radicalement différente de celle actuellement envisagée.

3. Il s'agit des assurances-vie qui existaient au début du cycle financier. Pendant les années quatre-vingt-dix, d'autres, mineures, ont été créées. Les cas de faillite non cités sont Daihyaku, Chiyoda, Taisho et Toho Life. Deux autres ont été sauvés *in extremis* : Tokyo Life et Nippon-Dentai Life. La faillite de l'assureur dommage Dai-Ichi M&F, en mai 2000, allonge cette liste, puisqu'elle résulte d'une stratégie de développement focalisée sur la vente de contrats d'assurance capitalisation au cours de la bulle.

Un cycle financier mal géré

Une insertion croissante dans l'économie de la bulle

La solvabilité détériorée des assurances-vie japonaises est la conséquence directe d'une politique commerciale agressive dans la collecte de l'épargne individuelle, menée pendant la bulle spéculative et poursuivie au cours des cinq années de déflation après son éclatement. Elle est déclenchée par la hausse des prix d'actifs au Japon et par l'appréciation de 50 % du yen entre 1985 et 1987 – la première *endaka* – (GRAPHIQUE 1). Les assurances-vie cherchent à compenser les pertes sur leurs avoirs en devises⁴ par une insertion croissante dans les activités boursières au Japon, en pleine euphorie. En particulier, elles souscrivent systématiquement aux augmentations de capital des maisons de titre et des banques, comme actionnaires dormants au sein des *keiretsu* (*infra.*). Elles acquièrent simultanément des encours importants de dette indexée ou convertible en action, pour accroître leur sensibilité aux performances boursières, et développent leurs prêts aux secteurs porteurs de la bulle, l'immobilier et la finance.

Dans les premiers temps de la bulle, ces comportements reflètent une gestion actif/passif classique pour un assureur-vie. Comme ils commercialisent des engagements à long terme offrant des rendements fixes garantis, ces intermédiaires privilégient l'objectif de stabilité des revenus de placements⁵. Mais avec l'euphorie des marchés d'actifs, les gains en capital dominent les revenus d'intérêts dans la formation de la rentabilité financière, créant une relation positive exponentielle entre la surface financière de l'investisseur et son taux de profit immédiat. Dans ces conditions, l'aveuglement croissant dans la fixation des anticipations précipite toutes les institutions financières dans une course à la taille. Pour bénéficier le plus possible de la hausse des prix d'actifs, les assurances-vie cherchent à élargir leur part de marché dans la collecte de l'épargne privée. Elles proposent des contrats à long terme offrant des rendements pouvant aller jusqu'à 10 % chez certaines. Ce niveau de rémunération est supérieur à celui des dépôts à terme des banques, dont les taux réglementés, indexés aux taux longs, ne dépassent pas 5 % sur la presque totalité de la période de la bulle (GRAPHIQUE 1)⁶. Elles assimilent progressivement les stratégies d'investissement à des comportements spéculatifs, désormais motivés par la maximisation des gains en capital. Le dérèglement de l'activité des assurances-vie japonaises intervient donc en premier lieu à l'actif, dans les comportements d'investissements. C'est seulement dans un second temps que la politique de rémunération des passifs est perturbée.

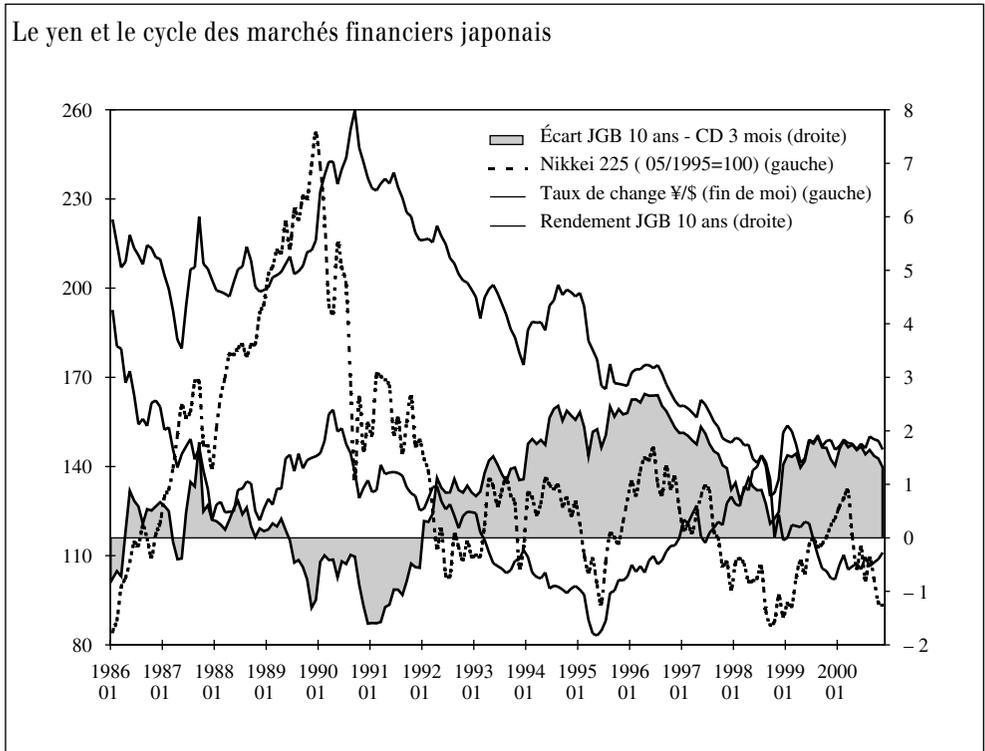
4. Évaluées à 40 milliards de dollars en 1989, l'équivalent de 7 % des actifs totaux (*International Financial Review* du 08/04/1989 dans Meyer [1996]).

5. Ce choix d'objectif à long terme est rendu possible par une comptabilisation des actifs négociables au prix d'acquisition et par l'absence de contrainte de liquidité. En théorie, la liquidité des passifs des banques réduit leurs marges de manœuvre et renvoie à des choix stratégiques différents en matière de placement – en privilégiant la maximisation du ROA sur courte période par exemple. En pratique, les particularités institutionnelles du système bancaire japonais – la relation de banque principale et un actionariat stable – rendent la différenciation moins nette.

6. La libre rémunération des comptes à terme des banques date de l'accord *yen-dollar* de 1984. Elle n'est généralisée qu'en 1993. Fin 1988, 62 % des dépôts étaient encore à taux plafonné (Source : Banque du Japon, *Economic & Financial Statistics*).

GRAPHIQUE 1

Le yen et le cycle des marchés financiers japonais



Source : Banque du Japon.

A priori, en interdisant aux assureurs-vie de rémunérer les contrats de capitalisation sur d'autres formes de revenus que les intérêts de placements, la réglementation devrait les dissuader de s'engager dans une logique spéculative. Dans les faits, la souplesse d'interprétation de la loi et le manque de discernement de la tutelle (*infra*) fournissent de multiples moyens de sensibiliser le niveau des rendements offerts sur l'épargne longue, aux performances courantes observées sur les marchés. On en relève quatre principaux.

- La valorisation des actifs mobiliers au prix d'acquisition immunise les résultats courants de la volatilité à court terme des marchés financiers, mais produit l'effet inverse quand ces fluctuations sont des bulles. Elle permet aux assureurs de valoriser au plus haut leurs actifs en multipliant les opérations de vente/rachat. Ce gonflement de leur richesse nette comptable encourage la tutelle à relâcher sa politique prudentielle et ce faisant, accroît les effets de levier : des réserves réglementaires⁷ allégées libèrent les capitaux qui financent de nouveaux placements à risque, vite valorisés et incitant les assureurs à élever les rendements offerts.

- La réalisation intensive des plus-values gonfle les avoirs, élargit l'assiette et donc, le volume des revenus d'intérêts à passif rémunéré inchangé.

7. Il s'agit des planchers de constitution de réserves contre les risques d'assurance de dépréciation d'actifs (*cf.* note du GRAPHIQUE 3 pour une définition plus précise).

- Les assurances-vie recourent aux fonds *Tokkin*, dont la forme juridique permet de comptabiliser les plus values sur ces fonds comme des flux d'intérêt.

- Enfin, leur statut mutualiste (ENCADRÉ 2) leur permet de mettre en œuvre une politique de redistribution des surplus d'assurance généreuse, pour rendre leurs produits plus attractifs. Formés surtout des plus-values boursières, ces surplus sont reversés à 99 % aux adhérents, au lieu des 90 % prévus par la réglementation. Ils s'ajoutent aux rendements fixes garantis pour relever le taux effectif global des polices. Mais, contrepartie d'une redistribution quasi-totale des gains en capital, l'affectation aux réserves réglementaires devient quasiment nulle.

Ces pratiques reviennent à promettre aujourd'hui des revenus à venir, calculés à partir de prévisions de croissance excessivement optimistes. Seule la croyance en une hausse continue des prix d'actifs les justifie. À la fin de la décennie, les assureurs estimaient que même dans le cas d'un atterrissage économique en douceur, avec des prix d'actifs stabilisés à leur niveau du début de 1989, la richesse financière nette accumulée suffirait à financer plusieurs années de stagnation, en dépit de gains en capital déjà largement redistribués. C'était raisonner dans un cadre d'analyse statique, impropre à la dimension dynamique que revêt un prix d'actif.

Le piège de la déflation de longue durée

L'INERTIE DES COMPORTEMENTS APRES L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE. Avec l'éclatement de la bulle et la longue période de déflation financière, *les assurances-vie* enregistrent un écart de rendement négatif durable entre la performance de leurs actifs et les revenus d'intérêt garantis aux épargnants. Ces *spreads* génèrent des pertes annuelles systématiques tout au long de la durée de vie des produits vendus. Or au moment du retournement du cycle, en 1990, la richesse nette des assurances-vie est insuffisante pour absorber un tel choc⁸. Elles auraient dû procéder à une baisse de la rémunération garantie sur les nouveaux contrats souscrits, en dessous des performances futures anticipées sur leurs portefeuilles. La marge d'intermédiation ainsi dégagée leur aurait permis de restaurer progressivement leur situation financière. Elles ne le font pas. Au contraire, leurs rendements garantis restent inchangés à un niveau moyen de 5,5 % jusqu'à la seconde moitié de la décennie. Elles continuent donc à vendre des polices à perte. Pourquoi ?

Le premier facteur explicatif est que l'on espère d'abord un prompt rétablissement du Japon pour résoudre la crise. Comme pour les banques, l'importance de ces institutions pour l'économie incite autant le ministère des Finances que les assureurs-vie à dissimuler leur fragilité en attendant la reprise. Tant que les polices ne sont pas résiliées ou arrivées à maturité, un système comptable opaque permet de camoufler les pertes. Encouragés par le ministère des Finances, les acteurs privés divulguent des calculs de rentabilité actuarielle factices, fondés sur des hypothèses de valorisation des produits de placements futurs, donc des

8. Une partie importante des gains en capital enregistrés pendant la bulle sont déjà, en 1990, soit réalisés et redistribués, sous forme de reversement du surplus d'assurance, soit correspondent à droits acquis par les détenteurs de polices au titre des primes déjà versées. La richesse nette est donc l'écart entre les actifs valorisés au prix du marché et la valeur des droits acquis par les détenteurs de polices à un instant donné, soit la marge de pertes en capital que l'assureur peut absorber, au-delà de laquelle ses actifs ne couvrent plus à 100 % les droits acquis des détenteurs de passifs.

réserves d'assurance à moyen et long terme extraordinairement optimistes. En outre, la valorisation des actifs mobiliers au prix d'acquisition, tant qu'ils ne sont pas liquidés, atténue l'impact de leur effondrement sur la solvabilité des assureurs-vie. Ces pertes latentes gonflent avec l'accentuation des tensions déflationnistes au Japon.

On en vient au deuxième facteur d'analyse, complémentaire du premier : la course à la taille entre institutions financières, qui caractérisait la phase expansive du cycle financier, se poursuit au cours des cinq premières années de la phase récessive, dans une moindre mesure. Elle surdétermine la politique de rémunération des passifs des assurances-vie. En effet, au début de la décennie, leur position concurrentielle dans la collecte de l'épargne se dégrade fortement. D'une part, la déréglementation des taux de rémunération des passifs bancaires s'étend aux dépôts de petit montant en 1989, opportunité d'expansion que les établissements de crédit utilisent immédiatement. D'autre part, la montée des taux d'intérêt au début de la récession met les assureurs-vie en porte-à-faux : elle renforce l'attrait des passifs bancaires à court ou moyen terme, relativement aux placements longs. Dans le même temps, les contrats souscrits pendant la bulle arrivent à maturité. Ceci suppose qu'il faut liquider des actifs, donc révéler qu'ils sont fortement dépréciés, qu'ils couvrent partiellement les engagements d'assurance et par conséquent, génèrent des pertes nettes. Le seul moyen de financer ces engagements échus sans réaliser des actifs est de maintenir les ressources courantes supérieures aux emplois grâce à des entrées d'épargne élevées. Les assureurs-vie se retrouvent donc piégés : malgré des performances à l'actif médiocres, l'intensification de la concurrence sur le marché de la collecte de l'épargne privée les contraint à pratiquer la surenchère pour demeurer attractifs.

À partir de 1992, cette stratégie commerciale agressive ne parvient plus à endiguer la contraction de la demande de produits d'assurance-vie. Le marché est saturé et le Japon entre en récession. Le GRAPHIQUE 2 illustre la baisse des nouvelles souscriptions de contrats depuis cette date.

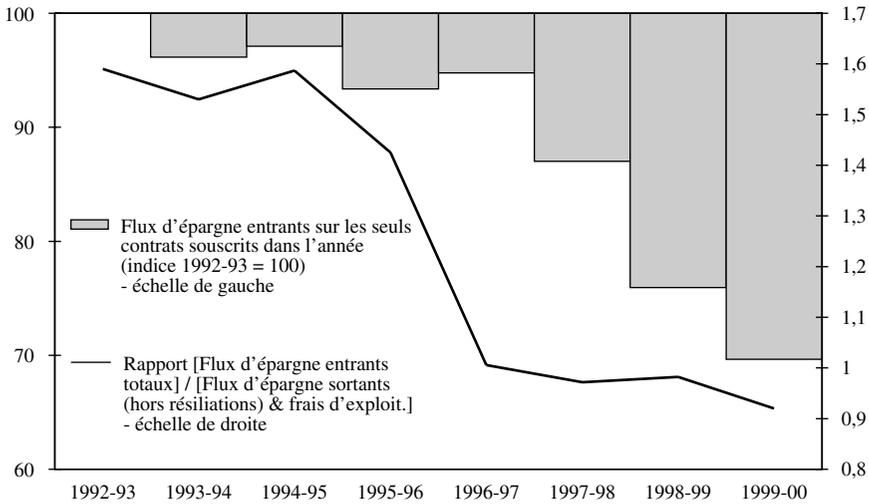
La tension sur les comptes d'exploitation s'intensifie quand les contrats à haut rendement arrivent à maturité et gonflent les charges d'assurance. Leur montée en puissance commence en 1992, mais la véritable accélération date de 1995-96. Celles-ci croissent alors de 7 %, puis de 12 % en moyenne au cours des exercices suivants. Ce gonflement des flux sortants, et presque simultanément, la dégradation des revenus de placements et des afflux d'épargne pressent la position de liquidité des assurances-vie de telle manière qu'à partir de la seconde moitié de la décennie, elles commencent à *déaccumuler* des actifs. C'est encore à cette époque que les taux garantis sont révisés à la baisse. En 1995, ils sont abaissés à 4,5 % puis à 3,5 %, soit un niveau encore excessif pour le contexte déflationniste, mais suffisamment bas pour accélérer la dégradation de leur position de liquidité.

L'évolution de la courbe du GRAPHIQUE 2 illustre cette inversion des flux nets d'épargne. La dégradation des revenus d'intérêts n'est pas prise en compte. Par contre, l'assouplissement des normes prudentielles à partir de 1997 permet aux assureurs d'alléger les charges d'exploitation et de libérer des ressources exceptionnelles auparavant immobilisées. Elles expliquent l'apparente stabilité des deux exercices suivants.

Un schéma de finance à *la Ponzi* se développe à mesure que le Japon s'enfonce dans la déflation. L'endettement nouveau – ici l'afflux d'épargne –

GRAPHIQUE 2

Les tensions sur les comptes d'exploitation



NB : Les flux d'épargne entrants, ajoutés aux produits des placements, forment les ressources d'exploitation. Les flux d'épargne sortants agrègent les versements d'intérêts, de rente et les remboursements. Ajoutés aux résiliations, ils forment les emplois en comptes d'exploitation.

Source : Life Insurance Association of Japan.

ENCADRÉ 1

Les pertes générées dans la gestion des fonds de pension

Il existe une seconde source de fragilisation des comptes d'assurance-vie au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix. Elle relève là aussi d'un problème d'adéquation des rendements actif/passif chez les assureurs-vie, mais cette fois-ci dans la gestion d'épargne collective. Schématiquement, ceux-ci proposent deux types de contrats. Le premier distribue un rendement directement lié à la performance des actifs placés. Le second associe à une garantie sur le principal un rendement prédéterminé pour l'ensemble de la profession. Pendant les cinq premières années qui suivent l'éclatement de la bulle, ce rendement garanti demeure inchangé, pour une performance moyenne des marchés japonais négative. Alors que les banques de fiducie, leurs concurrentes, réforment leurs contrats à taux garanti dès le début de la crise, les assurances-vie ne se décident à l'abaisser qu'en 1995. Ce taux passe par paliers de 5,5 % à 2,5 %. Entre-temps, ce sont elles qui assument les pertes générées par cet écart de rendement. D'une part, la liquidation d'avoirs propres de l'assureur, constitutifs de leur richesse nette⁹, en finance une partie ; celle-ci est cependant déjà bien entamée (*supra*). D'autre part, elles intensifient leurs émissions de dette subordonnée. L'absence de règles de transparence et de normes de solvabilité avant 1995 permettent de dissimuler, dans l'évaluation synthétique de la qualité des bilans, une fragilité financière croissante.

9. Il s'agit des plus values latentes et des fonds propres et assimilés, tels que les réserves techniques excédentaires et les réserves réglementaires pour risques d'assurance et de dépréciation d'actif.

contracté au prix fort n'est que partiellement capitalisé. Il sert au remboursement de la dette ancienne dans une proportion croissante – ici à l'amortissement du capital sur les contrats arrivés à maturité, insuffisamment couverts par des actifs dépréciés. Il devient même insuffisant pour assurer les versements d'intérêts sur la dette en cours – ici les contrats non matures. Le paiement des charges courantes est ainsi couvert, dans une proportion croissante, par la liquidation du capital. Dans un environnement déflationniste, les pertes s'accroissent à un rythme exponentiel. À mesure que le temps passe, s'engager dans une politique d'assainissement devient plus dangereux : la confiance des épargnants se dégrade, au point que toute tentative de reconstitution des marges d'intermédiation nourrit un doute, susceptible de provoquer une violente contraction du marché, donc des nouvelles souscriptions, resserrant encore la contrainte de liquidité des assureurs-vie.

UN RYTHME DE DÉGRADATION DE LA SOLVABILITÉ QUI S'ACCÉLÈRE DEPUIS 1997. Cette crispation croissante des comportements résulte dans un premier temps du contexte macro-économique récessif et de l'éclatement de la crise bancaire. Pour autant, si la déflation et la stratégie commerciale risquée des compagnies d'assurances-vie rognent progressivement leurs marges de manœuvre, à l'inverse des banques, la confiance du public n'est pas entamée avant la première faillite, celle de Nissan Mutual Life, en mai 1997. Dès lors, cet « état de grâce » s'évapore instantanément et avec lui, la perspective d'un assainissement en douceur du secteur¹⁰.

Compte tenu de la dimension symbolique de ce premier défaut (ENCADRÉ 3), cet épisode provoque un mouvement de défiance sanctionné doublement, d'abord par une chute de 10 % des nouvelles souscriptions sur l'exercice 1997-98, ensuite par le gonflement des résiliations de contrats. Bien que les passifs d'assurance-vie soient des engagements à long terme, une particularité du marché japonais est la possibilité technique de résiliation de contrats sans pénalités dissuasives, autrement dit, de retraits anticipés d'épargne par liquidation¹¹. Le scénario de course au guichet, dans le schéma bancaire, connaît donc son équivalent sous une forme moins violente dans l'assurance-vie. Paradoxalement, cette particularité institutionnelle accorde au marché un pouvoir de sanction – potentiellement – assez violent pour devenir un puissant facteur de blocage à toute entreprise d'assainissement engagée au niveau individuel, par chaque assureur : toute baisse

10. Voir *infra* les raisons pour lesquelles les assureurs-vie ne profitent pas de cette période pour entreprendre une politique de redressement des comptes.

11. Quatre catégories de passifs doivent être distinguées. Les polices individuelles d'assurance-vie sont de loin les plus importantes. C'est d'elles qu'il s'agit ici. Il existe également des contrats groupés de polices, souscrits par les entreprises. Les modalités de résiliation sont ici plus complexes, mais ces passifs pèsent moins lourds en terme d'encours. Les deux autres catégories sont les produits d'épargne retraite purs, fiscalement considérés comme tels. Il s'agit, d'une part, des plans individuels, peu développés, d'autre part de l'épargne en fonds de pension confiée au titre de la gestion pour compte de tiers. C'est la deuxième activité des assureurs-vie, mais de par sa nature purement financière, elle est comptablement isolée des autres activités, pour lesquelles s'applique le principe de mutualisation des risques. Un choc sur le rythme des renouvellements des contrats de gestion à taux non garanti se ressent uniquement sur le niveau des commissions d'intermédiation. Par contre, l'ENCADRÉ 1 montre que les contrats de gestion à rendement garanti peuvent entraîner de fortes pertes en capital pour l'assureur-vie – comme sur les polices individuelles. La forte baisse de ce taux garanti à partir de 1995 réduit l'intérêt de ce type de contrat de gestion au bénéfice des premiers – moins dangereux pour l'assureur –. Les risques potentiels de pertes sur les premiers sont réduits, sans pour autant être nuls. Dans une conjoncture financière dégradée, comme celle de 2000-01, la non reconduction de contrats de gestion est encore susceptible d'entraîner de fortes pertes pour l'assureur-vie, accélérant le cercle vicieux lié aux résiliations des polices individuelles décrit en corps de texte.

sensible des taux offerts, toute annonce de restructuration interne par une institution peuvent être interprétées comme l'aveu de difficultés financières dissimulées, focalisant sur elle l'inquiétude des épargnants.

Au niveau du secteur dans son ensemble, le piège s'est aussi refermé. La crise, désormais ouverte, nourrit un sentiment d'inquiétude diffus dont souffrent toutes les institutions. Sur les derniers mois de l'exercice 1997-98, les fuites d'épargne atteignent l'équivalent de 90 % des versements et indemnités distribués sur l'année, soit un quasi doublement des charges courantes d'exploitation – hors allègement des mises en réserves. Cette suspicion jetée sur toute l'activité d'assurance-vie se superpose à un contexte macroéconomique instable – crise asiatique, crise bancaire... Autant de facteurs qui nourrissent ensemble la fébrilité des comportements d'épargne. Dans ces conditions, la mise en œuvre d'un plan général d'assainissement du secteur, fondé sur la seule initiative des acteurs privés, devient impossible. Une telle annonce provoquerait certainement l'effondrement d'une demande de placements déjà en forte contraction.

La contrepartie de ce comportement est que le cumul des pertes que les assureurs-vie dissimulent s'élève de plus en plus. Le durcissement brutal de leur position de liquidité, qui résulte des fuites d'épargne hors de leurs comptes, intervient dans un contexte de forte dépression des marchés d'actifs. D'une part, le *spread* négatif sur les polices à fort rendement s'élargit encore. D'autre part, même les polices vendues après la réduction des taux garantis en 1995 produisent des *spreads* négatifs au moment de leur liquidation¹². La solvabilité des assureurs-vie se dégrade donc à un rythme exponentiel.

Entre 1997 et 2000, six faillites ont été déclarées (cf. note 3), qui décrédibilisent chaque fois un peu plus cette partie de la finance japonaise. Le GRAPHIQUE 3 montre que les charges courantes excèdent désormais nettement les revenus et encaisses. À présent, en besoin net de liquidité, ces intermédiaires procèdent à des ventes d'actifs et sont par conséquent plus sensibles que jamais à la conjoncture financière.

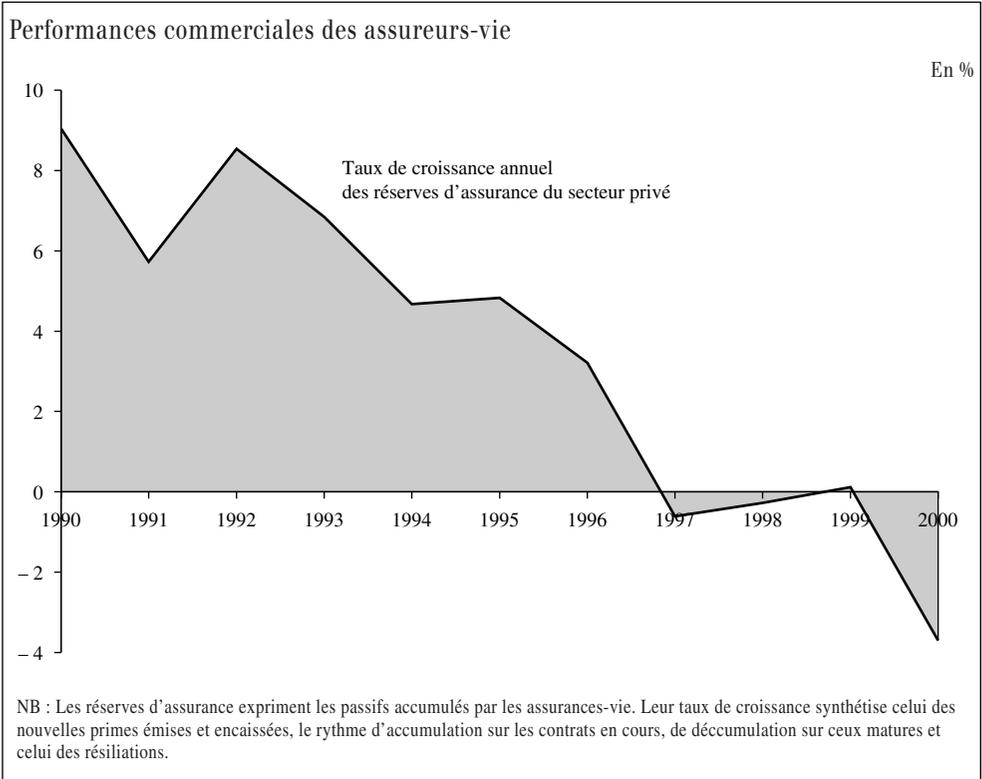
Une solvabilité dégradée

Toutes les compagnies d'assurances-vie ne se sont pas livrées à une politique commerciale aussi agressive que celles déjà déclarées en faillite. Elles étaient moins fragiles au début de la décennie. Mais l'opacité des comptes entretient l'amalgame. Dans un contexte déflationniste, c'est la solvabilité et la position de liquidité de toutes les institutions qui sont tirés vers le bas. Ce schéma de prophétie auto-réalisatrice s'est accentué depuis 1997.

L'ESTIMATION INCERTAINE DES PERTES DUES AUX SPREADS. Dans les conditions de transparence actuelles, évaluer l'ampleur des pertes tient de la gageure. Le cas de faillite le plus connu, celui de Nissan Mutual Life, est révélateur de la difficulté de l'exercice : l'estimation la plus optimiste de son passif net était de 300 milliards de yens en 1999, ou à titre de comparaison, 15 % de ses actifs. Elle est passée en 2000 à 380 milliards, soit 4 milliards d'euros. On peut certes supposer que Nissan Life est la première à se déclarer en défaut parce

12. Sur 1994-2000, pour un taux d'intérêt moyen versé supérieur à 4,5 %, le ROA moyen des mutuelles n'est que de 2,7 %, performance déjà gonflée par la réalisation intensive de plus values.

GRAPHIQUE 3



Source : Banque du Japon, *Flow of funds*.

que sa solvabilité était exceptionnellement dégradée. Mais depuis 1997, trois années de dépression des marchés d'actifs et de déflation ont accentué les difficultés des institutions financières. En outre, ce volume de pertes est à rapporter au poids de Nissan life dans l'activité d'assurance-vie... de 0,4 % en 1997 ! Un calcul rapide pour le reste du secteur montrerait qu'avec un taux de perte inférieur de moitié, le total dépasserait largement les 18 trillions de yens – 186 milliards d'euros –, soit l'équivalent de 10 % des actifs totaux du secteur¹³. Les pertes de l'ensemble des banques par actions sur la décennie sont évaluées à 80 trillions de yens, pour un actif total quatre fois supérieur à celui des assureurs-vie¹⁴. En terme de total des actifs, l'ordre de grandeur des pertes est donc *a priori* proche. Rappelons qu'il s'agit d'estimations fournies sur une base volontaire. On n'en connaît pas les modalités de calcul. L'expérience de la crise bancaire et des réévaluations successives des créances douteuses enseignent la prudence quant au degré de véracité à accorder aux chiffres dont on dispose aujourd'hui.

13. ... ou 3,6 % du PIB. La profession reconnaît des pertes cumulées de 10 trillions de yens sur 1993-99, auquel il faut ajouter 1,56 trillion pour le seul exercice 2000 (Nikkei du 07/11/2000, *Life insurers need leeway to cut pledged returns*). Or la période d'accumulation des *spreads* négatifs s'est prolongée tard dans les années quatre-vingt-dix, le taux garanti ayant été abaissés de 2,5 % à 1,5 % en 1999. Le cumul des pertes devrait donc croître encore plusieurs années.

14. Estimations de l'auteur.

CALCUL DE SOLVABILITÉ, CRISE GÉNÉRALE ET UTILISATION DES PLUS-VALUES LATENTES. Les autorités et la profession avancent que les réserves de plus values latentes des compagnies d'assurance devraient leur permettre d'éponger leurs pertes. Cet argument est identique à celui tenu à l'égard des banques au moment de leur recapitalisation, en 1999, pour évaluer leurs capacités d'assainissement. Il est erroné, car fondé sur une comparaison dans un cadre statique, inadéquat pour un raisonnement économique au contraire dominé par les problèmes d'anticipation.

Avec un indice NIKKEI à 15 000 (niveau 100 sur le graphique 1), le stock des plus-values latentes nettes déclarées par les assureurs-vie est nul – chiffre encore surestimé dans la mesure où, comme les banques, elles ne prennent pas systématiquement en compte les moins-values latentes. Dans ces conditions, une importante liquidation d'actifs dégrade immédiatement leur solvabilité apparente et leur liquidité, déclenchant, en retour, une nouvelle vague de vente d'actifs. D'une manière générale, faire peser le nettoyage des bilans sur la liquidation d'actifs mobiliers quand on a affaire à une crise de l'ensemble des institutions, c'est anticiper des ventes importantes de ces actifs, sans contrepartie possible d'ampleur comparable. C'est donc nourrir une pression à la baisse de leurs prix, qui détériore en retour la solvabilité des institutions financières qui les détiennent. Cette dépréciation de la valeur des portefeuilles intervient, parfois avant même que des actifs soient cédés, tant le consensus est fort sur l'absence de mouvement acheteur, donc sur la nécessité de réévaluer les prix à la baisse. De nouvelles pertes apparaissent alors qui accentuent le besoin de liquider des actifs. Les assureurs-vie étant des investisseurs importants sur les marchés financiers (*infra*), ce mécanisme destructeur nourrit un cercle vicieux de déflation financière et de dégradation générale de la solvabilité. Il est identique dans son principe au mécanisme de déflation par la dette décrite par Fisher en 1933, sur la relation positive entre l'intensité de la contrainte financière et le rythme de destruction monétaire provoquée par un besoin de désendettement généralisé. *In fine*, pour ne pas répéter les mêmes erreurs que celles commises dans la gestion de la crise bancaire, mieux vaudrait ne pas compter sur le portefeuille de valeurs mobilières des assureurs-vie pour financer leur assainissement.

Une reprise exceptionnelle de l'activité économique, capable d'alléger ces difficultés au point de briser ce cercle vicieux est d'autant moins probable que l'incertitude sur l'avenir des assurances-vie participe activement à l'entretien des tensions déflationnistes au Japon. Au-delà de leur influence sur l'évolution des prix d'actifs, celles-ci jouent en effet un rôle important dans la stabilité du système financier et de l'activité économique réelle.

L a crise des mutuelles d'assurance-vie, facteur d'incertitude et d'accroissement des tensions déflationnistes

À l'instar d'un choc bancaire, un choc négatif sur la liquidité ou sur la solvabilité des assurances-vie japonaises revêt une dimension systémique. Dès lors, il

confère à leur bon fonctionnement une dimension de bien public et légitime l'élaboration d'un cadre prudentiel pour leurs activités, en particulier d'un dispositif de gestion des faillites répondant à l'objectif de préservation de ce bien public.

Pour comprendre ce point de vue, il faut préciser la notion de risque systémique. Celui-ci relève de la maîtrise des chaînes d'engagements, au sens de la capacité de contractants à répondre à un défaut de contrepartie non anticipé, sans que cette réponse se traduise par une amplification des perturbations sur les comportements causées par le premier défaut¹⁵. Il se réalise quand l'amplification auto-entretenu du choc initial débouche *in fine* sur l'arrêt des échanges. C'est dans les systèmes de règlement interbancaires à haute tension qu'il est le plus élevé, mais sa gestion englobe un champs plus étendu que la préservation du système de paiement. Dans son acception la plus large, il correspond à une situation dans laquelle *un choc suffisamment important par son ampleur ou par sa vitesse de propagation précipite l'économie dans une dynamique de détérioration auto-entretenu, contre laquelle les outils classiques de la politique macroéconomique ne peuvent pas répondre efficacement, sans que le problème à l'origine du choc initial ait été maîtrisé au préalable par une intervention publique de type discrétionnaire*. Le risque systémique vient alors d'un dysfonctionnement dans le régime de croissance. Il s'exprime à travers la dégradation de l'état de confiance des agents, compte tenu de la perte de leurs repères traditionnels. Le raccourcissement de l'horizon des anticipations qui en résulte crée ainsi un blocage à la reprise, en ôtant toute efficacité aux politiques macroéconomiques de stabilisation. Dans un cas théorique extrême, il se réalise quand la dégradation de l'activité finit par paralyser le système bancaire et donc, la création monétaire.

Cette situation est typiquement celle du Japon depuis l'éclatement de la bulle : l'instabilité du système bancaire et financier provoque une dégradation de la conjoncture assez sensible pour que les tensions déflationnistes qui en résultent accentuent en retour, et l'instabilité financière, et les déséquilibres réels. La politique macroéconomique expansive ne parvient pas à inverser cette dynamique autodestructrice dans la mesure où elle ne peut, à elle seule, faire disparaître des déséquilibres financiers dès le départ trop élevés pour faire l'objet d'un traitement conjoncturel. Dans ces conditions, en menaçant les anciens repères sur lesquels les agents économiques assoient leurs anticipations, l'instabilité financière raccourcit constamment l'horizon d'anticipation rendant chaque fois plus coûteux l'objectif de stabilisation de la demande globale. La résolution de la crise bancaire apporte des garanties nécessaires mais insuffisantes de stabilité du système financier, condition préalable à la stabilisation économique du Japon à moyen terme. Les assurances-vie japonaises exercent une influence systémique sur l'ensemble de l'économie, si bien qu'en entretenant les tensions déflationnistes, leur enlèvement contribue significativement à l'inefficacité des politiques monétaire et budgétaire. En remettant en question leurs fonctions au sein du régime de croissance, leur crise affecte la cohérence interne de celui-ci. Trois canaux de diffusion complémentaires coexistent, qui se renforcent mutuellement.

15. On retient ici l'approche de Aglietta & Moutot (1993).

Le canal consommation-épargne des ménages : la sécurité de l'épargne longue mise en doute

Le quart de l'épargne des ménages transite par les assureurs-vie, contre la moitié par les banques. Mais le motif d'épargne est différent dans chacun des cas. Alors que les banques collectent de l'épargne liquide, les assureurs-vie gèrent l'essentiel de l'épargne longue individuelle, une partie de celle placée en fonds de pension. À ces deux titres, leurs activités concernent directement 96 % des ménages et les deux tiers de leur épargne longue¹⁶.

Cette fonction confère une dimension systémique à la confiance que l'épargnant leur accorde. L'épargne qu'elles gèrent, constituée dans un but de retraite ou d'accession à la propriété, est le socle sur lequel les choix de consommation s'élaborent. La sécurité qui lui est reconnue conditionne la stabilité des grands équilibres macroéconomiques. Inversement, le doute sur la solvabilité d'une ou plusieurs assurances-vie nourrit un sentiment général d'insécurité. Les seules faillites de Chiyoda et Kiyoei touchent 3,5 millions d'épargnants. Cela se traduit par des réflexes de précaution et par une baisse de la consommation privée, exprimant des horizons d'anticipation raccourcis. Simultanément, une réorientation de l'épargne en faveur d'institutions plus sûres entretient l'instabilité sectorielle (*supra*). Elle se propage aux marchés financiers puisque les transferts d'épargne correspondent, d'un côté, à des liquidations d'actifs et de l'autre, à des placements de plus en plus orientés en titres publics. Les pressions déflationnistes se propagent autant *via* les comportements financiers et réels.

Le canal investissement-endettement des entreprises : le rôle de pourvoyeur en fonds stables remis en question

Comme membres des cœurs financiers des grands groupes japonais, les assurances-vie assument un rôle particulier dans l'organisation économique du Japon, à la fois directement et par l'intermédiaire de leurs relations avec les banques. À l'exception de Dai-Ichi Life et de Kiyoei Life, toutes celles présentes historiquement sont membres d'un *keiretsu* ou sont proches de groupes verticaux. À l'intérieur de ces ensembles, leur statut d'acteurs dominés les oppose aux banques, impliquées systématiquement dans les organes de décision. Elles jouent le rôle d'actionnaire dormant et de pourvoyeur en financement stable, *via* leur offre de prêts à long terme et leurs souscriptions aux émissions de titres de leurs groupes. Leurs passifs longs et la croissance continue de leur marché en font en principe des institutions à faible contrainte de liquidité. Une organisation de la profession en cartel et surtout, leur statut mutualiste leur assurent une grande opacité des comptes, une faible contrainte à la fois de rentabilité à court terme et de constitution des quasi fonds propres (ENCADRÉ 2).

Jusqu'en 1995, ces mutuelles ne sont soumises à aucune norme de solvabilité. De par leur statut, elles sont surtout protégées contre les tentatives de rapprochement hostile, ce qui en fait le nœud le plus stable des financements croisés des groupes. Jusqu'à l'éclatement de la crise, en 1997, ces avantages sont utilisés à outrance par les banques et par les grandes entreprises pour y transférer une partie

16. Le reste restant allant au système postal, aux banques de fiducie et aux autres gestionnaires de fonds.

ENCADRÉ 2

Qu'est-ce qu'une mutuelle ?

Une mutuelle n'a pas d'actionnaire. C'est un organisme à but non lucratif, fonctionnant sur le principe de la solidarité des gains et pertes entre tous les clients cotisant à ses produits d'assurance. Ces clients sont dits adhérents et élisent les responsables de l'institution. Ce mode de fonctionnement empêche tout rapprochement hostile et toute pression extérieure de l'actionnaire pour imposer une norme de rendement. En même temps, l'absence de capital social n'empêche pas qu'il existe des normes minimales de solvabilité et de fonds propres. Ces derniers sont principalement composés de réserves pour dépréciation d'actifs et de surplus non distribués aux adhérents. Seules les assurances-vie créées au cours des quatre-vingt-dix – 3 % du marché – ne sont pas mutualistes.

de leurs pertes, en attendant la reprise. Le ministère des Finances organise certains de ces sauvetages. Les mutuelles souscrivent des sommes importantes de dette subordonnée et d'actions peu performantes, de manière à assurer la survie des banques et la stabilité des relations d'actionnariat au sein des *keiretsu*. Elles placent également de la dette, bénéficiant d'une bonne notation, auprès des banques. Ainsi, d'un côté, ces dernières émettent de la dette à long terme, ce qui renforce leur solidité au sens du ratio Cooke, et achètent la dette subordonnée bien notée des assureurs, sous-pondérée dans le calcul des risques à l'actif. De l'autre côté, les assureurs-vie, dont la notation de reflète pas la qualité de leurs actifs, acquièrent des titres bancaires mal notés, donc à taux plus rémunérateurs que les titres publics, mais dont ils n'ont pas à souffrir de la mauvaise qualité compte tenu de l'opacité de leur comptabilité. Si l'ampleur de ces transferts de solvabilité est difficile à estimer, cette « utilité » conférée aux assureurs-vie est, jusqu'à 1996-97, un facteur clé de la stabilité des banques et des *keiretsu*.

Les solidarités implicites qui motivent ces pratiques atteignent leur limite quand Nissan Life est contraint à la faillite (ENCADRÉ 3). Leur remise en question raccourcit l'horizon d'anticipation de nombreux acteurs. Elle assombrit les perspectives de restructuration sans douleur des *keiretsu*, par répercussion, de l'ensemble de l'appareil productif. En la matière, le fait que Chiyoda Life est la première mutuelle membre d'un *keiretsu* à faire faillite (groupe *Tokai*) est symbolique d'un tournant dans la crise du régime de croissance japonais.

Le canal des marchés financiers : les assurances-vie comme investisseurs institutionnels

Comme investisseurs institutionnels, les assurances-vie interviennent activement dans la formation des dynamiques des marchés monétaires et financiers locaux. Leur présence sur ces marchés est comparable à celle des 130 banques par actions japonaises (GRAPHIQUE 4). Ces dernières pèsent quatre fois plus lourd en terme de total de bilan, mais dans le total des actifs, les valeurs mobilières n'en représentent que 15 à 20 %, contre 60 % dans le cas des assureurs-vie. À cette présence massive et concentrée – elles ne sont que dix-huit –, il faut ajouter que leurs comportements en matière de gestion de portefeuille sont homogènes.

ENCADRÉ 3

La faillite de Nissan Life, un symbole

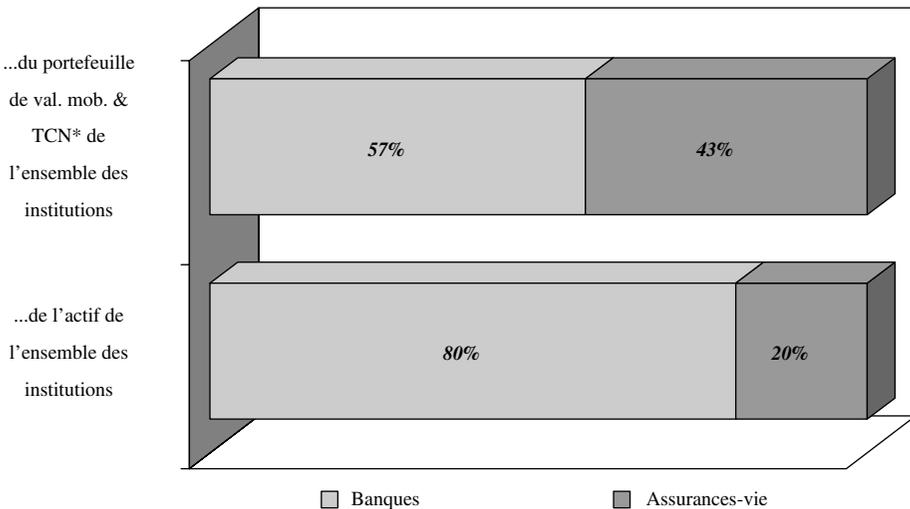
Nissan Life est déclarée officiellement en faillite quand sa banque principale refuse de la secourir. Ce refus est réitéré quand la banque et les sociétés non financières proches de l'assureur se montrent intransigeants avec la fédération professionnelle (LIAJ) qui tente de négocier un renflouement puis un rapprochement. Ce refus est inhabituel. Il remet en question les accords implicites de soutien existant entre assureurs, banques principales et *keiretsu*, et provoque une vague de dénouements de participations croisées. En refusant elle aussi, soit de garantir les contrats d'épargne, soit de faire pression sur les sociétés proches, la puissance publique dénonce la garantie apportée implicitement par sa forte collusion avec les acteurs privés. Sans secours, le principe mutualiste impose que les ménages adhérents assument le coût de la liquidation des pertes. La perte de confiance qu'elle produit entraîne la multiplication des résiliations de police, accentuant *in fine* les difficultés des assureurs (*supra*).

Deux facteurs concourent à expliquer la violence de cette réaction. D'une part, après enquête, l'écart de bilan passe de 200 à 380 milliards de yens, soit 18 % de l'actif total. La capacité de dissimulation du système comptable entretient le doute sur la santé des autres assureurs-vie. D'autre part, alors que Nissan Life représentait 0,5 % du marché, ses pertes nettes sont déjà supérieures de 50 % au plafond de remboursement garanti à chaque assureur par le système de protection des polices (Policy Protection Fund - PPF). Son fonctionnement mutualiste, son financement *ex post* par les cotisants, sa mise en place tardive – en 1995 – et la faiblesse des cotisations, enfin la garantie partielle accordée aux polices, sont inadaptés à une situation de crise généralisée. Les limites du système de protection apparaissent dès la faillite de Nissan Life, celui-ci se révélant incapable de rétablir la confiance du public en les passifs d'assurance-vie, pour juguler les sorties d'épargne hors du secteur ¹⁷.

GRAPHIQUE 4

Comparaison des masses financières banques/assurances-vie

Poids relatif de chaque catégorie, en %...



* Titre de créance négociable.

Source : Banque du Japon, *Economic Annual Statistics*.17. Le fonctionnement du PPF est réformé à deux reprises, en 1998 puis en 2000 (*infra*).

Comme la liquidation soutenue des actifs par les assurances-vie résulte d'une crise structurelle du secteur, cette pression à la baisse des cours devrait se prolonger sur une période indéterminée (*cf. supra*). Elle intervient dans un contexte déflationniste, dans lequel, typiquement, la contrainte de liquidité des agents économiques se resserre. Les phénomènes de contagion, qu'ils résultent de comportements mimétiques, d'interdépendances stratégiques ou d'enchaînements mécaniques trouvent un terrain d'action idéal. L'instabilité des assureurs-vie réduit durablement la liquidité financière, ce qui atteint un grand nombre d'agents économiques, déjà fragilisés par la crise économique. Ils répondent par une aversion au risque accrue, de sorte que d'une instabilité locale, les tensions déflationnistes se généralisent et dégradent la solvabilité de tous les acteurs. Le risque systémique s'élève en empruntant plusieurs canaux. La baisse des prix d'actifs a des effets directs de richesse et de revenu sur les agents non financiers. Elle a aussi des effets indirects sur ces derniers, qui passent par une remise en cause de la capacité d'intermédiation du système financier, d'une part des fonctions traditionnelles de l'assurance-vie (*cf. supra*) et d'autre part, de celles des banques. Ce dernier point est particulièrement important sur le plan systémique. Une déprime prolongée des marchés financiers peut réduire le ratio de solvabilité des banques suffisamment pour les contraindre à ralentir leurs efforts d'assainissement et contracter brutalement leur offre de crédit, comme en 1997-98.

L Le dysfonctionnement de la supervision

Les fondements microéconomiques de la crise

La crise des assurances-vie japonaises est un cas d'école des distorsions de comportement auxquelles peut conduire une forte collusion entre d'une part, un décideur public, à la fois organe de réglementation et superviseur, et d'autre part des institutions financières privées, soumises à sa tutelle.

LA RECHERCHE DU VOLUME. Les pratiques commerciales auxquelles les mutuelles recourent pendant la bulle (*cf. supra*) résultent d'erreurs d'appréciation et de gestion, que l'on retrouve dans l'étude des comportements bancaires. Pour beaucoup de hauts responsables publics et privés, l'économie de la bulle marque le retour du Japon aux performances des années de haute croissance. Cette interprétation légitime une forte appréciation des actifs et son corollaire dans l'assurance-vie, une hausse des rendements offerts sur l'épargne longue. En même temps, sur le plan managérial, les anciennes normes de gestion ne sont pas remises en question, l'objectif de la taille est privilégié par rapport à celui de la rentabilité.

En amont, les motifs qui guident les assureurs-vie sont toutefois différents de ceux des banques. Schématiquement, ces dernières réagissent à une dévalorisation de la franchise bancaire, qu'elles tentent de maîtriser par la dilution des coûts fixes. Comparativement, les assureurs-vie sont en bonne santé au début des années quatre-vingt. Leur engagement dans la bulle résulte davantage d'une adap-

tation passive et progressive à un environnement exceptionnel. Le dérèglement de leur comportement intervient en premier à l'actif, dans leur politique d'investissement (cf. *supra*). Fondamentalement, c'est la déréglementation financière qui encourage les assureurs-vie à intensifier leurs activités d'investisseurs institutionnels sur les marchés – au détriment de leurs activités de prêts – et *in fine*, compte tenu de l'appréciation des prix d'actifs, à davantage concentrer leurs efforts commerciaux sur la vente de produits de capitalisation que sur celle d'assurance pure (Niwata, 1993, p. 24-25). Plus directement, deux facteurs expliquent leur comportement au cours de la période de bulle spéculative. En multipliant les effets de leviers et leurs activités à fort rendement, les banques utilisent au maximum les opportunités apparues avec la déréglementation financière pour gonfler leur poids relatif à l'intérieur du système financier. Parallèlement, les besoins en capitaux des grands groupes augmentent considérablement, compte tenu à la fois de l'intensification de l'effort d'investissement productif et du développement de leurs activités spéculatives. Ces besoins fragilisent leur cohérence interne, qu'ils ne peuvent maintenir qu'en s'assurant d'un accroissement rapide des capacités de financement de leurs cœurs financiers, dont les assurances-vie.

Les pratiques auxquelles ces dernières recourent pour soutenir leur politique commerciale ne sont à aucun moment réprouvées par l'administration. L'interdiction de financer le versement d'intérêts de polices sur des gains en capital, principe au cœur du dispositif prudentiel, est contournée avec la bienveillance du ministère des Finances qui ferme aussi les yeux sur le recours massif aux fonds *Tokkin* et cède à la demande des assureurs pour relever leurs taux de reversement. L'attitude laxiste des autorités de régulation trouve son origine dans leur quasi prise de contrôle par la profession. Jusqu'à la première moitié des années quatre-vingt-dix, les assureurs-vie forment un oligopole, présent au cœur du ministère des Finances, mais dont les relations avec ce dernier sont éclatées entre plusieurs sous-directions. L'actions du département international et du *banking bureau* auprès des assureurs-vie vise principalement, soit à organiser des interventions massives sur le marché des changes pour influencer le yen, soit à faire participer ce secteur au bouclage financier d'opérations de stabilisation sur le système bancaire. Ces mises à contribution régulières exigées du ministère des Finances mettent la direction des Assurances dans une position bancale par rapport à ses supervisés, puisque son pouvoir discrétionnaire étendu est contingenté par le maintien de l'opacité et d'une faible pression concurrentielle dans le secteur. Cette position de faiblesse de la supervision est encore accentuée par sa forte dépendance informationnelle et technique, compte tenu à la fois de la faiblesse et du taux de rotation élevé de ses effectifs, ainsi que de la quasi-absence de procédures de contrôle informatisées. Dans les faits, la supervision n'a aucune capacité de jugement.

PEUT-ON PARLER D'ALÉA MORAL ? L'éclatement de la bulle modifie le rapport de force entre des supervisés fragilisés et un ministère des Finances qui bénéficie d'une autonomie de décision nouvelle. Malgré cette opportunité, la politique de régulation qu'il mène ne change pas. C'est lui-même qui propose et organise l'étouffement des difficultés financières des assureurs-vie. Pour cette raison, leur comportement au cours des années quatre-vingt-dix ne répond pas à un aléa moral, au sens d'une volonté propre des assureurs à élever leurs prises de risque.

Malgré l'amplification des tensions déflationnistes, le ministère se prononce à plusieurs reprises en faveur du maintien du rendement garanti supérieur à celui des actifs¹⁸. Le raisonnement employé est le suivant : dans la mesure où à moyen terme, la reprise économique permettra de digérer progressivement les pertes, il est inutile de fragiliser davantage ces institutions. Il faut au contraire utiliser les capacités exceptionnelles de « digestion » des pertes qu'offrent ces institutions mutualistes aux passifs stables, pour atténuer les difficultés des banques et soutenir la cohérence des grands groupes japonais.

Une pyramide financière à la Ponzi se développe, en partie de manière non délibérée, inhibée par des anticipations de reprise rapide, et en partie légitimée par l'administration et par les partenaires institutionnels des mutuelles, comme un moyen de contenir les externalités négatives que générerait une gestion transparente du choc produit par l'éclatement de la bulle.

La mutation nécessaire de la tutelle et du cadre prudentiel

La première faillite dans le secteur dénonce l'hypothèse de garantie implicite, sous-jacente à la collusion entre le décideur public et les acteurs privés (ENCADRÉ 3). D'une part, elle révèle au grand jour l'impotence du régulateur/superviseur qui, isolé de ses supervisés, perd visiblement une partie substantielle de sa capacité d'expertise. D'autre part, elle achève de le décrédibiliser en révélant, en plus de sa gestion désastreuse de la crise bancaire, la solvabilité dégradée des institutions dont il avait la charge. Depuis la faillite de Nissan Life, jusqu'au démantèlement complet du ministère des Finances en 1999, les institutions d'assurance-vie ne semblent plus avoir de tutelle. Leur fédération professionnelle est elle-même en pleine crise. La perspective de la déréglementation du secteur en 2001, conjuguée à la multiplication des faillites et à la fin de l'influence sur le ministère, aboutit à une désolidarisation croissante entre ses membres les plus importants et les autres. Elle finit par provoquer sa paralysie.

Aucun plan de stabilisation ne peut être entrepris dans ce contexte. La politique prudentielle évolue, mais en se bornant à répondre aux exigences immédiates imposées par un environnement conjoncturel de plus en plus dégradé. Elle n'a qu'un objectif : masquer les difficultés¹⁹. À partir de 1997, l'allègement des contraintes de mise en réserve pour risques futurs atténue la pression sur les comptes d'exploitation (cf. *supra* et GRAPHIQUE 2). Les seules mesures radicales envisagées sont soit reportées au moment de leur application, soit amendées, de telle sorte qu'on leur enlève toute substance. Il en va ainsi du dispositif d'action préventive, et en particulier du ratio de solvabilité. Avant son introduction, en 1998, sa formule est révisée, lui ôtant l'essentiel de son caractère contraignant. Les doutes partagés sur sa viabilité trouvent leur justification quand Chiyoda Life tombe en faillite avec un ratio de 263 % en mars 2000, supérieur au plancher de 200 %. Pierre angulaire du dispositif de gestion des faillites, le système d'assu-

18. Il demeure à 4,5 % jusqu'à 1995 à la demande du ministère des Finances.

19. La crise bancaire est d'ailleurs gérée de la même manière jusqu'au vote du plan d'assainissement de 1999. Au cours de la crise de 1997-98, le refus obstiné qu'oppose la Diète à la garantie publique sur les opérations bancaires, contraint le superviseur à assouplir le cadre prudentiel pour maintenir le non dit sur l'insolvabilité des banques.

rance des polices est lui aussi révisé en 1998. Ces aménagements vont certes dans le bon sens, mais ne répondent toujours pas à une situation de crise générale²⁰.

Le ministère des Finances commence à être démantelé en juin 2000. L'architecture de la tutelle des assurances se transforme mais n'est pas encore stabilisée : la nouvelle Agence de supervision du système financier (Financial Supervisory Agency, FSA) récupère le contrôle des assurances, des banques et des maisons de titres. Mais alors que les fonctions de réglementation bancaire lui sont aussi confiées, la gestion du cadre réglementaire des assureurs demeure l'apanage du ministère jusqu'à 2001. La FSA est contrainte à l'immobilisme par l'impotence de ce dernier, sauf à risquer de déclencher une crise ouverte. De toute façon, ses moyens encore faibles ne lui auraient pas permis de mener sa tâche de supervision à bien. Le système bancaire est prioritaire.

En fait, la transmission du pouvoir réglementaire sur les activités d'assurance, progressive sur le papier, est déjà presque achevée en 2000, principalement au profit d'un organisme indépendant à rang de ministère, le Comité temporaire chargé de la Restructuration du système financier (FRC). Certes, le retard dans la réglementation et dans les procédures de contrôle rend lointaine et laborieuse l'élaboration d'un programme d'assainissement du secteur. Le FRC est lui-même sujet à critiques – sur ses compétences et moyens techniques... Mais son existence a l'avantage d'institutionnaliser la rupture avec les anciennes pratiques de collusion du ministère des Finances. Elle permet de restaurer une certaine confiance dans la tutelle et d'entrevoir la possibilité d'un débat rationnel, moins suspecté de parti pris aux yeux de la population, sur la recherche d'une solution de sortie de crise pour les mutuelles d'assurance-vie²¹. Ces espoirs sont encore renforcés avec le passage à la dernière phase de réorganisation de la tutelle du système financier, en 2001, à savoir la fusion de la FSA avec le FRC. Le nouvel organisme, en charge de tout le système financier concentre les pouvoirs réglementaires et de supervision, ce qui devrait faciliter l'élaboration d'une issue à la crise.

Quelle sortie de crise ?

L'échec des tentatives passées et l'état actuel du dispositif

L'histoire de la crise des assurances-vie emprunte le même chemin que celle des banques. On pense d'abord que renforcer le fond de garantie des assurances (PPC) suffira. Une première réforme, entreprise en 1998 est suivie d'une seconde en mars 2000. L'une comme l'autre sont un échec et ne parviennent pas à stopper l'hémorragie de l'épargne des ménages. Pourquoi ?

20. Voir *infra* pour plus de détails.

21. La FSA a récemment effectué une première enquête sur la qualité des prêts octroyés par les assureurs. Si ses résultats font l'objet de commentaires sceptiques, cette démarche va dans le bon sens. Ce signe encourageant est suivi d'un autre également symbolique : Tokyo, Daihyakiyu et Taisho Life ont été publiquement sommés de renforcer leurs fonds propres et, pour la seconde, de cesser de maquiller leurs comptes. Certes toutes les mutuelles maquillent leurs comptes et l'avertissement à Daihyakiyu Life est probablement expliqué par l'imminence de sa faillite. Cet épisode n'en symbolise pas moins un tournant radical dans la gestion de la crise.

D'une part, le fonctionnement du PPC est ambigu. Certes la couverture totale des polices jusqu'en mars 2003 est inscrite dans ses statuts. Cependant, le financement prévu pour assumer cette garantie, de 900 milliards de yens²², est disproportionné par rapport aux pertes accumulées par le secteur (18 trillions au moins). Malgré un déclassement de 10 % des réserves théoriques et une baisse de 70 % des rendements garantis, le coût des premières faillites dépasse déjà ce montant. Certes le fonds a la possibilité de s'endetter avec la signature de l'État. Mais si son financement demeure fondé sur le principe mutualiste, dans une situation de crise générale, cela revient à demander aux institutions d'acheter leur propre cercueil. Il s'agit en effet de financer le provisionnement des pertes, mais aussi de restaurer la compétitivité des assureurs-vie en les recapitalisant. Or il leur faudrait dégager des marges d'intermédiation très élevées pendant plusieurs années et affecter la totalité des surplus annuels à la reconstitution des réserves et au refinancement du PPC. Cela impliquerait une forte baisse des rémunérations offertes sur leurs produits d'épargne qui, dans un environnement concurrentiel, les placeraient *de facto* en dehors du marché. La garantie totale des polices ne peut être crédible que si le système de financement est réformé.

La révision des procédures de gestion des faillites, en amont du dispositif d'indemnisation des polices a permis d'adapter le principe de la « bridge bank » à l'assurance-vie, avec ceci de particulier : un assureur-vie qui se placerait sous la protection de la loi des faillites dispose désormais du droit de réviser le rendement attaché aux polices déjà souscrites, rétroactivement, imposant ainsi un abandon de dette à ses adhérents. Les polices ne sont donc couvertes en totalité qu'une fois déclassées et cédées à un repreneur ! La couverture des polices n'est donc pas systématique et totale mais négociable, en fonction de facteurs non spécifiés. Cet arbitraire est source de blocage dans le processus de divulgation des pertes et de défiance des épargnants.

D'autre part, dans les conditions de transparence actuelles, aucun programme d'assainissement ne peut être crédible. Or les progrès enregistrés dans l'assainissement du secteur bancaire et le renforcement de son cadre prudentiel mettent un peu plus en évidence le retard pris par les assurances-vie dans ce domaine.

À la fin 2000, la tutelle a admis la nécessité de réviser le ratio de solvabilité. Le nouveau, introduit en 2001, revient à réduire le niveau moyen de solvabilité des assureurs de moitié, alors qu'il n'y a pas encore eu de réforme comptable. Sur ce point, on peut admettre que les règles actuarielles ne font pas l'objet de conventions internationales. Mais ce n'est pas le cas en matière de valorisation des actifs. Et dans l'environnement financier libéralisé du Japon, l'intégration croissante des différentes activités d'intermédiation au sein d'entités uniques diversifiées implique que les règles de valorisation des actifs utilisées dans l'assurance-vie se rapprochent de celles utilisées pour la valorisation des actifs bancaires. En la matière, le discours de la tutelle est bancal. D'une part, le souci d'homogénéiser les règles de calcul des risques, donc de valorisation des actifs a, certes, manifestement guidé les concepteurs du projet de réforme comptable du secteur. Mais il n'est pas érigé en principe. La tutelle se donne donc la possibilité d'en modifier le contenu à son gré. D'autre part, l'obligation faite aux compa-

22. 460 milliards de yens collectés grâce aux cotisations, auxquels s'ajoutent 100 milliards supplémentaires versés par la profession d'ici 2003, et 400 milliards de prêts consentis par l'État.

gnies d'assurance de publier des prévisions quinquennales de résultats d'exploitation à partir de 2001 est certes bienvenue, mais peu utile, à défaut de règles comptables et prudentielles fiables. Or l'introduction des nouvelles règles a été reportée de 2001 à 2003, ce qui devrait annuler son effet positif en terme d'incitation à déclarer la véritable situation financière des mutuelles.

Les principes d'une bonne réforme

La tutelle est donc encore hésitante à s'engager dans un assainissement en profondeur du secteur. En refusant de poser officiellement les principes de son action réglementaire et de contrôle, elle conserve une marge de négociation « hors marché » avec les assureurs-vie, s'interdisant ainsi toute mesure radicale de sortie de crise. Pourtant, l'adoption récente d'un cadre définitif pour la tutelle du système financier lui a permis d'accéder à une autonomie d'action inédite dans son entreprise d'assainissement et en matière de régulation prudentielle. Les conditions de transparence qui lui sont imposées la rendent plus comptable de ses décisions, de telle sorte que cette nouvelle contrainte de crédibilité lui impose un souci de cohérence supérieur à la fois dans la durée et dans l'espace. Pour la première fois, la tutelle devra se forger une vision globale du fonctionnement du système financier japonais. Si la date d'introduction du nouveau cadre comptable et prudentiel était rapprochée, la FSA parviendrait à se détacher définitivement des pressions des assurances-vie. Selon toute probabilité, une telle décision précipiterait l'assainissement du secteur, plaçant rapidement au centre des débats la question du partage des pertes et de la garantie des assurés.

Pour l'heure, le flou sur les règles d'absorption des pertes et sur l'accès aux fonds publics empêchent la stabilisation des comportements privés. L'incertitude fait le jeu des plus gros acteurs. Ceux-ci demandent une réduction systématique et générale des rendements sur les contrats en cours, croyant que leur taille leur fera bénéficier des comportements de fuite vers la qualité des épargnants. En fait, l'insécurité de l'épargne s'en trouverait accrue. Derrière ce moyen pudique, les autorités veulent faire croire que les rapprochements dans les activités d'assurance et de banque suffiront à générer des gains suffisant pour que les acteurs privés absorbent seuls les pertes des assureurs-vie. C'est confondre les termes du débat, entre la nécessité de renforcer la compétitivité à moyen terme et l'urgence d'une crise menaçant leur survie.

Une réforme radicale et rapide devrait reposer sur des principes simples. La garantie des polices devrait être totale, systématique et prolongée au-delà de mars 2003. Elle devrait aussi être proclamée, pour rassurer les ménages et stopper l'hémorragie de l'épargne. On stabilise les comportements d'épargne en même temps que la position de liquidité des assurances-vie et donc, pour partie, leurs comportements de placement à l'actif. La crédibilité de ces objectifs est toutefois conditionnée par plusieurs autres mesures. Exclure toute réduction de la valeur liquidative des polices implique la mobilisation de fonds publics. Celle-ci passerait par un financement public illimité du PPC, pour gérer les prochaines faillites, et par des injections de fonds propres dans les institutions les moins dégradées. Sur ce point, stabiliser leur comportement implique que ces dernières retrouvent une valeur nette positive. Il faut donc procéder à leur recapitalisation en prenant en compte les pertes accumulées jusqu'à aujourd'hui et celles à venir, en particu-

lier celles générées par la persistance probable d'un spread négatif à moyen terme, compte tenu de la lenteur de la sortie de crise, et celles qui apparaîtront sur les portefeuilles obligataires avec la remontée des taux longs. *In fine*, il est essentiel d'éviter l'erreur commise lors des injections de fonds publics dans les banques en 1999, en faisant porter de manière excessive le poids de l'assainissement sur la liquidation des plus values latentes dont disposeraient encore les assureurs-vie.

La dimension systémique de la crise exclut la dévalorisation généralisée des passifs d'assurance-vie et légitime ce recours aux fonds publics. Cette stratégie intègre le fait que l'autorité publique ne bénéficie pas d'une crédibilité suffisante pour que les ménages croient au caractère unique et définitif d'une dépréciation généralisée de leur épargne-assurance imposée par la loi. Outre son impact négatif sur la consommation, amplifié en période de dépression, elle ne rétablirait pas la confiance des ménages en leurs institutions d'épargne, donc la stabilité de leurs propres comportements. Pour empêcher la formation d'un aléa de moralité, ces injections devraient être conditionnées à un effort de transparence et à des normes de progression des restructurations quantifiées, en terme de solvabilité et de rentabilité d'exploitation. Des enquêtes de responsabilité sur la qualité de la gestion des principaux dirigeants devraient également être conduites. Le principal problème, comme pour les banques, tient à l'évaluation des besoins, à la définition d'une norme de solvabilité acceptable, sur laquelle fonder l'éligibilité aux fonds publics, les besoins de renflouement en cas de faillite et plus en aval, le dispositif d'intervention précoce. Malgré les progrès enregistrés, il n'y en a pas actuellement. C'est pourquoi la garantie publique et totale des assurés doit aller de pair avec l'adoption la plus rapide possible du nouveau cadre comptable et prudentiel. Transparence comptable, absorption des pertes, resolvabilisation et nouveau régime prudentiel vont nécessairement de pair.

C. L.

RÉFÉRENCES

- Aglietta M. & P. Moutot (1993), « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41, Paris.
- Atchinson B.K. (1997), « Risk Based Capital et contrôle de l'assurance aux États-Unis », *Risques*, n° 30, avril-juin.
- Banque du Japon (parution régulière), *Flow of Funds*, Tokyo.
- _____ (1997), *Money Market Structure and the Japanese Payment Systems*, avril, Tokyo.
- _____ (1998), *Annual Review*, Tokyo.
- Dodwell Marketing Consultants (1997), *Industrial Grouping in Japan: The Anatomy of the Keiretsu*, 12^e édition.
- Goodhart C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez & S. Weisbrod (1998), *Financial Regulation. Why? How and Where Now?*, Banque d'Angleterre, Routledge Press, Londres.
- Life Insurance Association of Japan (1990... 1998), *Insurance Yearbook*, Tokyo.

- Marietta M. (1996), « Historical Continuum of Financial Illusion », *Johns Hopkins University American economist*, n° 40(1), automne.
- McKenzie C.R. (1992), « Stable Shareholdings and the Role of Japanese Life Insurance Companies », dans *International adjustment and the Japanese firm*, sous la direction de Sheard Paul, NSW, en association avec the Australia-Japan Research Centre, Australian National University, St. Leonard, Australie.
- Meyer C. (1996), *La puissance financière du Japon*, Economica, Paris.
- Niwata N. (1993), *Insurance, its Principles and practice in Japan*, Keio University Insurance Institute Press, Tokyo.