

## L'ASSURANCE-VIE : UNE AUTRE FACE DE LA CRISE FINANCIÈRE JAPONAISE

**La longue période de déflation qui a suivi l'éclatement en 1990 de la bulle financière confronte les assurances-vie japonaises à un effet de ciseaux : les rendements de leurs actifs diminuent alors même qu'elles continuent d'offrir aux assurés des rémunérations élevées pour tenter d'enrayer la chute des nouvelles souscriptions. Lorsque les contraintes de liquidité obligent les assurances-vie à liquider des actifs dépréciés, c'est un cercle vicieux de détérioration de leur solvabilité qui s'installe. Les faillites se multiplient. Au cœur du système de régulation de l'économie japonaise, ces institutions en crise deviennent elles-mêmes un vecteur important d'incertitude et entretiennent les pressions déflationnistes. Depuis 1997, des réformes ont été engagées, mais des avancées importantes restent à faire pour parvenir à une véritable consolidation du secteur et ne pas répéter les erreurs commises lors de la crise bancaire.**

La faillite de Nissan Mutual Life, en mai 1997, a plongé le pan le plus protégé du système financier japonais dans une crise ouverte : sur les dix-huit mutuelles d'assurance-vie présentes historiquement (encadré), six sont aujourd'hui en faillite. Anticipant d'autres défauts, l'autorité de régulation financière a fait voter à la Diète une révision substantielle du Code des Assurances et de la Loi cadre organisant la restructuration du système financier. Parmi les modifications adoptées, la plus notable est que l'Etat s'engage à avancer des fonds publics pour soutenir la restructuration du secteur. Ce type de décision, qui ne se justifie économiquement que lorsque le coût social de la faillite est sensiblement supérieur aux coûts directs supportés par les actionnaires et créanciers, montre l'importance que le décideur public accorde à ces institutions financières pour la stabilité économique du pays.

### ■ Une gestion désastreuse du cycle financier

La détérioration de la situation financière des assurances-vie japonaises est la conséquence directe de leur politique commerciale agressive menée au moment de la bulle spéculative et poursuivie au cours des cinq années de déflation qui suivent.

Entre 1985 et 1986, l'appréciation de 50% du yen provoque des pertes de change colossales dans leurs portefeuilles en devises. Pour maintenir le rendement global des actifs, elles tentent de compenser ces pertes par une participation

croissante à l'euphorie boursière japonaise. Afin d'augmenter leurs possibilités de placements, et donc de gains, elles cherchent à collecter davantage d'épargne par une stratégie commerciale agressive. Les rendements proposés dépassent ainsi constamment 6-7%, voire 10%. S'agissant d'épargne longue, seule l'anticipation d'une hausse continue des prix d'actifs peut justifier de telles rémunérations<sup>1</sup>.

Mais l'éclatement de la bulle en 1990, puis la longue période de déflation financière, confrontent les assureurs-vie à une baisse des rendements de leurs actifs, qui deviennent inférieurs aux revenus d'intérêt promis aux assurés. Leurs réserves propres sont insuffisantes pour absorber un tel choc : d'une part, elles ont été réduites au minimum au cours de la

#### Encadré - 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'exclut pas l'existence de normes de solvabilité et de fonds propres minimales. Ces derniers sont principalement composés de réserves pour dépréciation d'actifs et de surplus non distribués aux adhérents. Seules les assurances-vie japonaises créées après la déréglementation des années quatre-vingt-dix ne sont pas sous statut mutualiste.

1. La réglementation interdisant de fonder la rémunération de leurs produits de capitalisation sur d'autres revenus que les revenus d'intérêt aurait dû dissuader les assureurs-vie de s'engager dans une logique spéculative. En réalité, la souplesse d'interprétation de la loi et le manque de discernement de la supervision ont fourni de multiples moyens de contournement de cette règle.

bulle (la réglementation sur l'usage des gains en capital et les contraintes de mise en réserve avaient alors été assouplies) ; d'autre part, leur valeur de marché s'est considérablement dépréciée depuis la fin de l'euphorie. Dans ces conditions, pour restaurer leur situation financière, les assureurs-vie devraient immédiatement procéder à une baisse du rendement garanti sur les prochains contrats vendus. Cette révision n'intervient qu'en 1995 ; le taux garanti passe alors de 4,5% à 3,5%, niveau encore excessif au regard du contexte déflationniste. Ces institutions continuent donc, jusqu'à la seconde moitié de la décennie, de vendre des polices susceptibles d'induire des pertes nettes.

## ■ Un cercle vicieux

L'importance de ces institutions financières incite autant le Ministère des Finances que les assureurs eux-mêmes à dissimuler les fragilités du secteur dans l'attente de la reprise. Tant que les polices ne sont pas résiliées ou matures, un système comptable opaque permet de camoufler les pertes. Mais à mesure que la déflation s'installe, celles-ci s'amplifient. Malgré le niveau des rendements offerts, la saturation du marché et la récession économique ont entraîné, dès 1992, une contraction des nouvelles souscriptions (graphique), autrement dit, une baisse durable des ressources courantes des assureurs. Rembourser les contrats arrivant à maturité en liquidant les actifs placés correspondants forcerait à révéler que leur valeur est surestimée, donc à révéler les pertes. Pour éviter de liquider des actifs, les assureurs doivent maintenir des ressources courantes supérieures aux emplois ; ils se trouvent donc contraints de surenchérir dans leur politique d'offre de rendement. C'est ainsi un schéma de finance à la Ponzi qui se développe. L'épargne, attirée au prix fort et

censée être capitalisée, sert en réalité à éponger les pertes sur des contrats antérieurs.

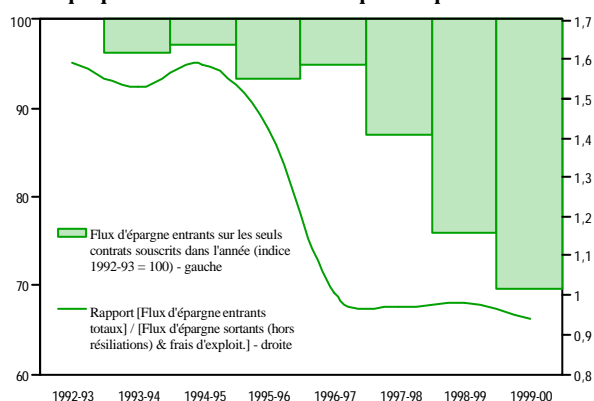
Les charges financières augmentent à mesure que les contrats à rendements élevés arrivent à maturité. Après 1996, les pertes associées à l'écart de rendement apparaissent dans les comptes d'exploitation (graphique). La baisse des cours boursiers et l'aplatissement sensible de la courbe des taux provoquent une chute des revenus de placements et des plus-values latentes. Cet effet de ciseaux sur les comptes d'exploitation provoque, en mai 1997, la faillite de Nissan Mutual Life dont la gestion désastreuse ébranle la confiance des ménages. La chute des nouvelles souscriptions se double d'une explosion des résiliations<sup>2</sup> ; sous une forme certes moins violente que lors de la crise bancaire, c'est la course au guichet. Dans la conjoncture macro-économique et financière dégradée de la fin de la décennie, s'enclenche alors une spirale auto-entretenu de détérioration de la solvabilité. Pour satisfaire leur contrainte de liquidité croissante, les assureurs, qui ont de plus en plus de difficultés à emprunter, sont amenés à liquider des actifs dépréciés dans des volumes toujours plus importants.

Depuis 1997, chaque nouvelle annonce de faillite décrédibilise un peu plus l'ensemble du secteur et intensifie la crise<sup>3</sup>. Si toutes les institutions ne sont pas dans la même situation, l'opacité des comptes entretient l'amalgame et tire la solvabilité de l'ensemble vers le bas, dans un schéma de prophétie auto-réalisatrice<sup>4</sup>. Le discours des autorités et de la profession, suivant lequel les réserves de plus-values latentes des assurances-vie devraient permettre d'éponger les pertes, est identique à celui tenu à l'égard des banques jusqu'à leur recapitalisation en 1999. Il est tout aussi erroné : d'une part, ces plus-values latentes (nettes des moins-values latentes) sont, pour l'essentiel, épuisées ; d'autre part, nettoyer les bilans par la liquidation d'actifs quand on a affaire à une crise généralisée, c'est nourrir la pression à la baisse des prix d'actifs, détériorer la solvabilité de leurs détenteurs et accentuer encore le besoin de liquidation ; c'est donc nourrir un cercle vicieux de déflation financière dont les mutuelles d'assurance-vie ne peuvent se sortir seules. Au cœur du système de régulation de l'économie japonaise, ces institutions en crise deviennent elles-mêmes un facteur important d'incertitude et entretiennent les pressions déflationnistes.

## ■ Une influence systémique

A l'instar de la banque, la compagnie d'assurance-vie au Japon n'est pas "une institution financière comme les autres". Elle exerce sur l'économie une influence de nature systémique<sup>5</sup> à travers trois principaux canaux :

Graphique - Les tensions sur les comptes d'exploitation



NB : Les flux d'épargne entrants, ajoutés aux produits des placements, constituent les ressources d'exploitation. Les flux d'épargne sortants agrègent les versements d'intérêts, de rente et les remboursements. Ajoutés aux résiliations, ils correspondent aux emplois dans les comptes d'exploitation. Source : *Life Insurance Association of Japan*

2. Une particularité notable du marché japonais est la possibilité technique de résiliation de contrat sans pénalités dissuasives, autrement dit la possibilité de retraits anticipés d'épargne massifs.

3. L'ampleur des pertes est difficile à évaluer, il est toutefois certain qu'elles sont beaucoup plus importantes que les 10 trillions de yens (103 milliards d'euros) avancés à plusieurs reprises.

4. Ce terme décrit le phénomène par lequel, pour se prémunir d'un risque de défaut, un agent économique réagit de telle manière qu'il déclenche ce risque et ce, indépendamment de ses chances initiales de réalisation.

5. Le risque systémique se définit comme "l'éventualité qu'apparaissent des états dans lesquels les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques individuels, amènent à élever l'insécurité générale" M. Aglietta et P. Moutot, "Le risque de système et sa prévention", *Cahier économique et monétaire*, n°41, 1993.

## ■ Les comportements d'épargne et de consommation des ménages

Les retraites au Japon sont majoritairement financées par capitalisation. Dans ce système, les institutions d'assurance-vie gèrent l'essentiel de l'épargne individuelle longue ainsi qu'une partie substantielle de l'épargne collectée par les fonds de pension. Au total, la collecte des dix-huit mutuelles du secteur concerne 96% des ménages et plus du quart de leur épargne. La confiance que l'épargnant accorde aux institutions gérant cette épargne est essentielle à la stabilité des comportements et des équilibres de long terme de l'économie. Inversement, le doute quant à la solvabilité des mutuelles d'assurance-vie introduit un sentiment général d'insécurité face à l'avenir qui provoque des réflexes de précaution et une chute de la consommation qui alimente les tensions déflationnistes. Les deux dernières faillites touchent 3,5 millions d'épargnants et risquent de leur faire perdre une partie de leur épargne longue.

## ■ les financements à long terme

En tant que membres des cœurs financiers des grands groupes japonais (les **keiretsu**), les mutuelles d'assurance-vie assument un rôle structurant dans l'organisation bancaire et le tissu productif (tableau). Elles y jouent les rôles d'actionnaires dormants et de pourvoyeurs de financements stables. Au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, leurs passifs longs et la croissance continue de leur marché en font des institutions exemptes de contrainte de liquidité. Protégées de la concurrence par leur organisation en cartel et de la pression actionnariale par leur statut mutualiste, elles sont peu contraintes par des obligations de rentabilité immédiate, par des règles de transparence ou de constitution de fonds propres (encadré). Elles sont surtout protégées contre les tentatives de rapprochement hostile, ce qui en fait les noyaux les plus stables des financements croisés des groupes, en particulier de leurs banques principales<sup>6</sup>.

**Tableau - Banques et assurances-vie des principaux Keiretsu**

Keiretsu	Institutions financières membres :	
	Banques principales	Assurances-vie
MITSUBISHI	BoTM Mitsubishi T & B Nippon T & B	Meiji Life
MISUI	Sakura bank Mitsui T & B	Mitsui Life
SUMITOMO	Sumitomo bank Sumitomo T & B	Sumitomo Life
FUYO	Fuji bank Yasuda T & B	Yasuda Life
DKB	Daiichi Kangiyo bank	Asahi Life Fukoku Life
SANWA	Sanwa bank Toyo T & B	Nippon Life Daido Life
TOKAI	Tokai bank Chuo T & B	Chiyoda Life

NB : avant la vague de fusions intervenant depuis 1999.

Quand la situation des assureurs-vie se fragilise, c'est la solidité de l'ensemble du système financier qui est menacée. Avec la raréfaction des fonds stables, l'horizon d'anticipation de nombreux acteurs économiques se raccourcit. Le désendettement et la constitution de fonds propres deviennent prioritaires par rapport aux projets d'investissement, dont la révision à la baisse bride la croissance et les profits à venir. Depuis la première faillite dans le secteur, en 1997, cette remise en cause des liens de solidarité implicites des assureurs vie avec leurs partenaires, assombrit les perspectives de restructuration sans douleur des **keiretsu** et de l'ensemble de l'appareil productif.

## ■ Le canal des marchés financiers.

Enfin, le canal de propagation des tensions le plus puissant et le plus visible est celui des marchés financiers. La conjugaison d'un poids financier important<sup>7</sup>, d'une concentration élevée et de comportements homogènes en matière de gestion de portefeuille mobilier confère aux mutuelles d'assurance-vie un pouvoir de marché particulier. Dans ces conditions, la dégradation de leur situation financière est de nature à provoquer des mouvements de marché sensibles, capables de peser sur la liquidité et sur la solvabilité de tous les investisseurs et notamment des banques.

## ■ Comment résoudre la crise

Depuis que la faillite de Nissan Mutual Life a révélé l'absence de cadre de gestion des faillites du secteur, des progrès sensibles ont été enregistrés, en matière de garantie des contrats d'épargne-assurance, de règles comptables et de politique prudentielle. Des dysfonctionnements persistent, toutefois, qui rendent d'autres avancées substantielles nécessaires.

Le fonds de garantie de la profession, mis en place en 1995, a été réformé en mars 2000. Il est désormais un outil essentiel à la restructuration du secteur. Doté de 460 milliards de yens aujourd'hui, il devrait être renforcé de 100 milliards par la profession d'ici à 2003 et de 400 milliards sous forme de prêts de l'Etat ; il peut également emprunter sur les marchés en bénéficiant de la garantie publique. Jusqu'à mars 2003, le fonds garantit la couverture des produits d'assurance-vie en cas de faillite. Mais les termes dans lesquels la garantie intervient effectivement entretiennent des incertitudes préjudiciables. Le dispositif stipule en effet que, dans le cas d'une procédure de faillite, le rendement attaché aux polices déjà vendues peut être révisé, de manière rétroactive. Ceci équivaut à un abandon de créance forcé par les assurés. Ainsi, on sait que pour Chiyoda Life, certains ménages vont subir une dépréciation de leurs avoirs d'au moins 10%. Ces mesures ont un impact négatif puissant sur les comportements de consommation privés. En intensifiant le

6. Jusqu'à l'éclatement de la crise, en 1997, ces avantages ont été utilisés à outrance par les banques et par les grandes entreprises pour y transférer une partie de leur insolvabilité. Les mutuelles ont alors acquis des sommes importantes de dette subordonnée et d'actions peu performantes, de manière à assurer la survie des banques et la stabilité des relations capitalistiques au sein des keiretsu, au détriment de leur propre santé financière.

7. Les actifs des assureurs-vie sont majoritairement constitués de titres mobiliers. Ils sont très présents sur le marché monétaire ; ils détiennent également 10% de la capitalisation boursière de Tokyo, alors que l'ensemble des institutions financières en rassemble 40%. A titre de comparaison, la valeur des actifs d'assurance-vie ne représente que l'équivalent de 25% de celle des actifs bancaires. Ce rapport s'élève à 75% si on s'intéresse, non plus à la valeur des actifs totaux, mais à celle des portefeuilles de valeurs mobilières et de créances négociables.

rythme de résiliation des contrats, elles sont aussi de nature à accentuer l'instabilité du secteur des assurances.

Le débat sur un schéma adéquat de sortie de crise reste donc posé. Le Parti libéral démocrate au pouvoir avance l'idée d'autoriser toutes les mutuelles d'assurance-vie à modifier les taux pratiqués sur les polices déjà vendues. Cette proposition est relayée par les plus grosses institutions qui, moins fragilisées que les autres par la fuite de l'épargne du fait de leur notoriété, espèrent en tirer profit aux dépens du reste du secteur. Elle n'offre pourtant pas d'issue à la crise : elle risque au contraire, de provoquer un choc macro-économique et d'aggraver la crise de confiance vis-à-vis de l'assurance-vie. De même que les banques s'y refusaient avant 1999, les mutuelles d'assurance-vie écartent la solution d'une véritable protection des contrats d'épargne pour éviter sa contrepartie : l'intervention et le droit de regard des pouvoirs publics. C'est pourtant la seule solution envisageable et le premier volet d'une véritable réforme. La garantie sur les polices doit être totale, systématique et portée à un horizon plus lointain que mars 2003. Il faut surtout qu'elle soit proclamée, afin de rassurer les ménages et stopper l'hémorragie de l'épargne hors des comptes des assureurs.

Le second volet de la réforme, corollaire du premier, est un programme d'injection de fonds publics. Le système de financement du fonds de garantie doit être réformé pour rendre effective la protection des contrats d'épargne. Il ne peut plus reposer sur les cotisations des mutuelles d'assurance-vie aujourd'hui extrêmement fragiles. Or les faillites déjà déclarées devraient très rapidement arriver à bout des 900 milliards de yens dont dispose le fonds<sup>8</sup>. De plus, il ne s'agit pas seulement de répondre aux besoins de financements dans les cas de faillites. Les erreurs commises dans le cas de la crise bancaire ne doivent pas être répétées. En liquidant du capital déprécié pour répondre à leurs obligations, les assureurs-vie se fragilisent un peu plus chaque jour. Il s'agit donc, comme cela a été finalement accepté dans

le cas des banques, de recapitaliser ces institutions par une injection de fonds publics.

On en vient alors au troisième volet de la réforme, relatif à la politique prudentielle et aux normes comptables. Pour éviter la formation d'un aléa de moralité, ces fonds doivent être accordés avec la plus grande prudence, sous conditions de restructurations internes. Le principal problème, comme pour les banques là encore, tient à l'évaluation des besoins, autrement dit à la définition d'une norme de solvabilité acceptable, sur laquelle puisse se fonder un dispositif d'intervention précoce<sup>9</sup>. L'agence de supervision, la FSA, a déjà effectué plusieurs pas encourageants dans ce sens. Pour autant, on peut s'interroger sur la démarche adoptée puisque, dans le même temps, l'introduction d'un système comptable plus fiable est reportée de 2001 à 2003, par crainte d'un impact trop violent sur les comptes. La mise en place d'une comptabilité transparente doit au contraire être introduite aussitôt acceptés les deux premiers volets de la réforme. Malgré les nombreux signes encourageants évoqués, il existe donc des motifs d'inquiétude sur la détermination du Gouvernement à s'engager dans une consolidation profonde du secteur.

Enfin, pour notre propre compte, une leçon peut être retenue de la crise japonaise : tout investisseur institutionnel nourrit le risque systémique dès lors qu'il intervient sur les marchés financiers. Il doit à ce titre être tenu à des règles de supervision et à des normes prudentielles strictes. On le savait depuis longtemps pour les banques, on l'a appris avec les hedge-funds américains en 1998, on commence à le comprendre avec les fonds de pension, on l'apprend enfin aujourd'hui avec les assurances-vie japonaises.

**Cyrille Lacu\***  
lacu@cepii.fr

4

8. La seule fermeture de Chiyoda Life se traduira par des pertes cumulées d'au moins 500 milliards de yens.

9. Le ratio actuel, copié sur le modèle américain est appliqué de manière fantaisiste. Sa définition doit être revue (Chiyoda Life est tombée en faillite alors que son ratio de solvabilité était supérieur au minimum requis), comme doivent l'être les normes comptables utilisées pour valoriser ses composantes.

\* Cyrille Lacu est collaborateur au CEPII.

## LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2000  
REDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Lionel Fontagné  
REDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier  
Jean-Louis Guérin  
Bronka Rzepkowski

CONCEPTION GRAPHIQUE :  
Pierre Dusser  
REALISATION :  
Annick Hutteau  
DIFFUSION  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 301,74 F TTC (46 € TTC)  
Europe 311,58 F TTC (47,50 € TTC)  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
308,30 F HT (47 € HT)  
Autres pays (HT, avion éco.)  
311,58 F HT (47,50 € HT)  
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)  
Adresser votre commande à :  
**La Documentation française**,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD  
4<sup>ème</sup> trimestre 2000  
Décembre 2000  
Imp. ROBERT-PARIS  
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du  
CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.