

Quand la BCE subventionne le milliardaire Bernard Arnault

 mediapart.fr/journal/france/250620/quand-la-bce-subventionne-le-milliardaire-bernard-arnault

Laurent Mauduit

C'est le paradoxe du débat économique français : les controverses s'enflamment dès qu'il est question d'une réforme possible de la taxation du capital ou de l'épargne, mais elles sont faibles ou inexistantes quand il en va de la politique monétaire, même si les enjeux peuvent être beaucoup plus considérables. Qui s'intéresse en France, par exemple, aux programmes d'achats d'actifs financiers conduits par la Banque centrale européenne (BCE) ? Mis à part l'eurodéputée (France insoumise) Manon Aubry, pas grand monde. Pour une raison simple : la complexité technique du sujet est telle que même les polémistes les plus talentueux ont peu de chance de faire vibrer leur auditoire avec un sujet aussi peu roboratif. Résultat : personne, ou presque, ne se saisit du sujet.

Et c'est un tort ! Ces programmes de rachats d'actifs financiers méritent une grande attention, car ils peuvent parfois se résumer en un constat spectaculaire : par ce biais, la BCE subventionne les milliardaires. En veut-on une preuve, il suffit de se pencher sur le cas emblématique du milliardaire français le plus puissant, Bernard Arnault (troisième fortune mondiale selon le magazine *Forbes* derrière Jeff Bezos et Bill Gates), et de son groupe LVMH, qui ont de bonnes raisons de bénir la BCE pour ce dispositif, qui va rendre le richissime Bernard Arnault... encore plus riche ! L'exemple de LVMH retient d'autant plus l'attention qu'au moment même où le groupe profite des générosités de la banque centrale, celle-ci ne prend pas même soin de se montrer irréprochable, en prohibant toute situation possible de conflit d'intérêts : directrice adjointe de la politique monétaire de la BCE, l'économiste Natacha Valla va ainsi faire son entrée au sein du conseil d'administration de LVMH, selon une résolution soumise le 30 juin à l'assemblée des actionnaires du groupe.



Comme le rappelle la Banque de France, la BCE a « mis en place depuis octobre 2014 une série de mesures non conventionnelles de politique monétaire sous forme de plusieurs programmes d'achats d'actifs financiers portant sur des montants très importants ». Et parmi divers dispositifs, un programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (CSPP, Corporate sector purchase program) de la zone euro a été mis au point depuis juin 2016.

Or, c'est précisément de ce dispositif que vient d'user LVMH. Le groupe de luxe a lancé en février dernier une émission obligataire pour un montant record de 9,3 milliards d'euros, dans le but de refinancer son rachat du joaillier américain de luxe Tiffany pour 14,7 milliards euros. L'opération est sans précédent par sa taille depuis 2016, la demande dépassant même la somme faramineuse de 20 milliards d'euros. Et dans le cas de son programme de rachats de titres, la BCE a massivement souscrit aux obligations de LVMH, dans des conditions formidablement avantageuses.

Lire aussi

[Une économiste française de la BCE attise la polémique](#) Par [Laurent Mauduit](#)

De cela, seule la presse financière spécialisée s'est fait l'écho. [Le site Internet de l'Agefi](#) détaille ainsi les différentes tranches de l'émission et en conclut que « *le financement total de la transaction serait à taux négatif* ». Et le journal poursuit : « *Ces conditions de financement favorables sont notamment dues au programme de rachat d'obligations corporates (CSPP) de la Banque centrale européenne (BCE). Un*

groupe de parlementaires italiens a demandé à cette dernière si elle comptait participer à cette émission et si cela n'équivalait pas à financer le rachat de Tiffany par LVMH avec de l'argent public. Christine Lagarde a répondu que les émetteurs des obligations achetées par la BCE étaient libres d'utiliser les fonds levés comme ils le souhaitent. De fait, le CSPP est un programme d'achats "collé" à la photographie du marché. "Nous achetons les titres éligibles à proportion du marché, indique une porte-parole de la BCE. Les titres verts représentent par exemple 20 % des titres en circulation dans le marché. Donc 20 % de nos achats." »

Propriété de Bernard Arnault, le journal *Les Échos* a aussi parlé de l'opération mais sous une tonalité très technique, sous le titre « LVMH lance une opération hors norme sur le marché de la dette », ce qui n'empêche pas le journal de présenter l'opération de manière précise, même si Bernard Arnault n'est pas expressément ciblé.

Dans la presse anglo-saxonne ou certains sites spécialisés, le ton est pourtant autrement plus acerbe. Le 7 février 2020, l'agence Bloomberg met carrément les pieds dans le plat avec ce titre : « France's richest man gets a free lunch from the ECB ». Traduction libre : « La BCE offre un festin gratuit au plus riche des Français ». Et l'agence ponctue l'analyse de l'opération par ce commentaire : « L'homme le plus riche de France peut remercier la BCE pour cet état de fait. »

Très connu aux États-Unis pour avoir révélé les turpitudes de Goldman Sachs au début de la crise financière, le site financier Zero Hedge est encore plus vif. S'adossant à l'analyse de Bloomberg, il consacre à l'affaire un article méchamment titré : « ECB Buys LVMH Bonds To Finance Tiffany's Acquisition, Making France's Richest Man Even Richer » (« La BCE achète des obligations LVMH pour financer l'acquisition de Tiffany, rendant encore plus riche l'homme le plus riche de France »).

Et le site poursuit son récit en relevant que « grâce à l'héritage durable d'un Mario Draghi », président de la BCE de 2011 à 2019, « l'homme le plus riche de France est désormais encore plus riche car il a dû s'endetter ». De paradoxe, il n'y en a en effet aucun : avec la BCE, les conditions de refinancement sont tellement avantageuses pour ce type d'opération qu'une opération d'endettement enrichit celui qui en est l'émetteur. La morale de l'histoire, c'est le site financier This is money, lié au Daily Mail, qui la tire : « Comme l'a dit Francis Scott Fitzgerald, permettez-moi de vous parler des riches ; ils sont différents de vous et de moi. » Parce que les riches, à la différence de ceux qui ne le sont pas, savent faire de bonnes affaires, même quand ils s'endettent.

Il faut, certes, accueillir avec circonspection ces moqueries de la presse anglo-saxonne et ne pas perdre de vue que de très nombreuses entreprises françaises sont éligibles à ces rachats de titres auxquels peut procéder la BCE. La liste des entreprises éligibles (que l'on peut consulter ici) est très fournie et la banque centrale, comme on l'a vu, assure qu'elle procède à ces rachats d'actifs en respectant la « neutralité du marché », c'est-à-dire sans que tel ou tel groupe ne soit privilégié par rapport à un autre.

Il n'empêche, le dernier programme CSPP de la BCE, pour 189 milliards d'euros, permet aux très grosses entreprises d'être en partie financées par la BCE et réduit leur coût de financement ([voir ici](#)). C'est du moins la version officielle servie par la BCE elle-même. Laquelle version peut être décryptée de manière beaucoup plus abrupte : la BCE utilise donc bel et bien de l'argent public pour subventionner des entreprises qui sont richissimes, et leurs actionnaires qui le sont parfois encore plus.

Manon Aubry: « Revoir les objectifs et le fonctionnement de la BCE »

La politique monétaire extrême a un effet involontaire d'enrichissement des personnes les plus fortunées. Même s'il ne peut pas être quantifié, il y a en effet un lien non démontré mais observé empiriquement entre la hausse des prix des actifs, notamment des actions et des obligations, et les mesures de stimulus monétaire des banques centrales du G7.

Cet effet d'enrichissement est le produit de facteurs multiples. Il y a d'abord un dopage indirect des prix des actions par les taux négatifs, cumulé aux programmes de rachats d'actifs de la BCE, dont le programme d'achat de titres du secteur public (PSPP, pour *Public sector purchase program*, débuté le 9 mars 2015). L'index des 500 premières fortunes mondiales établi par Bloomberg ne laisse de ce point de vue aucun doute sur le sujet puisqu'il affichait une hausse de 25 % pour 2019. Et il est assez probable que la crise sanitaire n'a que peu affecté à la baisse le même index dans le cours du premier semestre de 2020, compte tenu des interventions des banques centrales du G7 pour « stabiliser » les marchés boursiers, c'est-à-dire empêcher l'effondrement des prix d'actifs qui avaient été dopés par leur stimulus en 2019.

Il y a ensuite un dopage des prix d'obligations privées par les mêmes taux d'intérêt négatifs, cumulé au programme de rachat CSPP de la BCE. Il faut d'ailleurs noter dans le cas de ce dispositif CSPP, celui dont a précisément bénéficié LVMH, qu'il s'agit d'un programme d'achat de titres où la banque centrale influe directement à la baisse sur le rendement d'une obligation, et à la hausse sur son prix, ce qui est peu compatible avec les principes de l'économie de marché vantés par la Commission européenne et les traités.

La BCE ne s'interdit même pas dans le cas du CSPP (contrairement au PSPP) d'acheter sur le marché primaire, c'est-à-dire directement auprès des émetteurs d'actifs financiers. Dit autrement, la banque centrale peut acheter des titres émis par des entreprises sur le marché primaire, ce qui a été le cas pour LVMH ; ce qu'elle n'a pas le droit de faire pour les titres de dette publique qu'elle ne peut acheter que sur le marché secondaire. Ce qui constitue un gros avantage pour le financement obligataire car cela autorise une monétisation des dettes privées, alors que la monétisation directe des dettes publiques est interdite.

Au total, l'effet de richesse créé par la politique de la BCE est difficile sinon impossible à

quantifier, mais il est vraisemblablement massif, comme le suggère la presse anglo-saxonne. Les grandes fortunes concernées peuvent certes faire valoir qu'elles n'ont aucun rôle dans la conduite de ces politiques monétaires et que les banques centrales en sont seules responsables. Il reste que cet argument a ses limites car on sait d'expérience que les banques centrales sont soumises constamment à la pression des marchés financiers quand elles ne font pas précisément ce que ceux-ci leur commandent. CQFD ! LVMH et les groupes du même type n'ont aucune part de responsabilité dans le système ; mais on n'est pas obligé d'être dupe : ce système fait constamment leur jeu !

Si l'affaire a fait pour l'instant encore peu de vagues en France, elle a commencé à en faire dans certains pays européens. Un parlementaire européen, Carlo Fidanza (Groupe des conservateurs et réformistes européens) a ainsi posé une question écrite au sujet de LVMH. De son côté, la députée européenne (France insoumise), Manon Aubry (vice-présidente du Groupe de la gauche unitaire européenne), suit le dossier de près et s'indigne des facilités que la BCE accorde aux plus riches. *« Avec son programme de rachat de dette privée, confie-t-elle à Mediapart, la Banque centrale européenne est devenue la banque des entreprises et de leurs patrons ! Grâce à ses interventions sur les marchés financiers, de grandes multinationales y compris polluantes, peuvent se financer à bas coût, voire gratuitement, et dégager d'indécents profits qu'on retrouve sur le compte en banque d'actionnaires et de patrons bien rémunérés comme Bernard Arnault. Pendant ce temps, nos PME se voient refuser des prêts et les États sont condamnés à se financer au rythme des marchés, puisqu'on interdit à la BCE de leur prêter directement. Les traités européens ne peuvent plus servir de prétexte à mener une politique en faveur des plus riches et de la finance privée. Ce cas illustre une fois de plus la nécessité de revoir les objectifs et le fonctionnement de la BCE, pour ramener la politique monétaire dans le champ du débat démocratique et de l'intérêt général. »*

Quoi qu'il en soit, le système est d'autant mieux organisé que les grands groupes comme LVMH peuvent profiter, dans le même temps, de conseils précieux sur ces méandres complexes de la politique monétaire. C'est ce que révèle l'affaire de l'économiste Natacha Valla, la directrice adjointe de la politique monétaire de la BCE dont la cooptation au sein du conseil d'administration de LVMH doit être approuvée le 30 juin par l'assemblée des actionnaires.

Du cheminement de cette économiste, Mediapart a déjà parlé dans une enquête récente. Officiellement, Natacha Valla est toujours en fonction au 15 juin 2020, à la BCE. La banque publie régulièrement la liste mise à jour de ses cadres dirigeants (« managers »), et le nom de l'économiste apparaît bien, toujours, à cette date, en bas de la page 2 de cet annuaire. Seulement voilà ! Alors qu'elle est toujours en fonction à la BCE au 15 juin 2020, on apprend les semaines précédentes – et même les mois précédents – que l'économiste a négocié de nouveaux points de chute. D'abord, dans les jours qui précèdent l'assemblée générale (virtuelle) de ses actionnaires, qui devait initialement se tenir le 16 avril, LVMH adresse à tous les actionnaires la liste des résolutions qui seront soumises au vote. Et la dixième résolution prévoit que Natacha

Valla soit élue pour siéger au conseil d'administration du groupe de luxe. Ce ne sera pas le cas puisque du fait de la crise sanitaire, LVMH a finalement choisi de reporter son assemblée générale au 30 juin. Mais il s'en est fallu d'un cheveu pour que l'économiste siéger de nouveau au conseil de LVMH, tout en étant toujours en activité à la BCE.

Le 28 mai, nouvelle annonce : Tikehau Capital publie un communiqué de presse révélant le retour de Natacha Valla en son sein : « *Tikehau Capital, le groupe de gestion d'actifs alternatifs et d'investissement, annonce aujourd'hui la nomination de Natacha Valla en tant que membre de l'Advisory Board [conseil consultatif] de sa société de gestion Tikehau Investment Management. Elle apportera au management de Tikehau IM son expertise dans de multiples domaines économiques et financiers, parmi lesquels les problématiques d'investissement et d'allocations d'actifs, et l'analyse des politiques monétaires et des enjeux macroéconomiques internationaux.* » En clair, l'économiste est enrôlée pour exercer ses compétences dans des domaines quasi identiques à ceux sur lesquels elle a travaillé à la BCE... qu'elle n'a d'ailleurs toujours pas quittée.

Lors de notre première enquête, nous n'avions pas relevé qu'elle avait été cooptée également au sein du conseil d'administration du géant de la réassurance, la Scor, dont le PDG est le très influent Denis Kessler, ex-numéro 2 du Medef, et qui est un très grand gestionnaire d'actifs – sa cooptation apparaît dans le bulletin des annonces légales en date du 13 mars.

Christine Lagarde élude une question sur Natacha Valla

Soit dit en passant, lors du renouvellement du conseil d'administration de la Scor, un fonds financier activiste dénommé Ciam qui est entré au capital de la société et mène la vie dure à Denis Kessler s'est réjoui dans un communiqué de presse de l'entrée au conseil d'administration de Natacha Valla, et du départ du conseil d'une autre administratrice Marguerite Bérard, au motif qu'elle est membre du comité exécutif du groupe BNP Paribas et est à ce titre en... conflit d'intérêts compte tenu des relations commerciales entre la banque et le ré-assureur.

Natacha Valla a donc pris attache avec de très nombreux groupes français avant même de quitter la BCE. Ce qui ne va pas sans poser de problème. À cela, il y a plusieurs raisons. La première, c'est que la BCE a des règles très strictes auxquelles sont soumis les cadres dirigeants de la banque, pour prévenir tout conflit d'intérêts : ces règles peuvent être consultées ici (pdf, 645.3 kB). Elles encadrent en particulier de manière très stricte la recherche et l'acceptation d'un emploi dès lors que le candidat au départ a une position de direction importante (*voir le document en particulier aux pages 9 et 10*).



© Natacha Valla © Sciences Po

À l'occasion de cette première enquête, Mediapart avait donc interrogé la BCE sur le cheminement de Natacha Valla. En réponse à nos questions, une porte-parole de la banque nous avait apporté cette réponse : *« Nous avons appris cette semaine les plans professionnels de l'ancienne directrice de la BCE. Nous examinons actuellement la question. La responsable était cependant en congé depuis le début de l'année et n'avait pas eu accès à des informations sensibles pendant cette période. »* (« *We learnt this week about the occupational plans of the former ECB manager. We are looking into the matter at the moment. The manager had however been on leave since the beginning of the year and did not have access to sensitive information during that time.* »)

La direction de la BCE se couvrait donc elle-même en donnant l'assurance que Natacha Valla n'avait pas eu accès à des informations importantes ces derniers mois, mais elle ne couvre pas... Natacha Valla. Au contraire, en indiquant qu'elle n'a appris que récemment les projets de l'économiste et que les services de la banque *« examinent la question »*, elle n'excluait pas que l'économiste n'ait pas respecté les règles. Ces règles fixent les délais faisant obligation à un candidat au départ de révéler sa recherche d'activité. Mais il est aussi prévu que le candidat au départ ne peut prendre sa fonction à l'extérieur qu'après un délai de trois mois s'il s'agit d'un poste dans un établissement financier (*« may only start working for a financial corporation established in the Union after the expiry of three months from the date on which their work in these business areas ceased »*). Or, l'annonce de son recrutement par Tikehau Capital intervient fin mai, alors qu'elle est toujours en fonction à la BCE. La porte-parole confirme également que l'économiste ne les a pas prévenus avant de ses accords avec LVMH et Tikehau Capital, alors que le règlement lui en faisait obligation.

Toujours à l'occasion de cette première enquête, Natacha Valla avait éludé les questions précises que nous lui avons posées ([voir ici](#)) et nous avait juste fait une déclaration de portée générale : « *Mon parcours professionnel a toujours été largement publicisé et est donc connu de tous. J'ai, à chaque étape de ma carrière, apporté une attention particulière aux respects des règles éthiques et de réserve consubstantielles à l'exercice des fonctions que j'exerçais, notamment pour celles que j'occupais dans les institutions publiques que vous mentionnez. J'ai toujours eu à cœur d'exercer mon métier d'économiste, en toutes circonstances, dans le strict respect de ces principes de transparence et d'éthique professionnelle.* »

Mais, à la lumière de l'émission obligataire lancée par LVMH et des profits considérables que le groupe de Bernard Arnault en a retirés, le parcours de l'économiste soulève des questions complémentaires. Car l'histoire peut se résumer de la sorte : la directrice adjointe de la politique monétaire de la BCE entre au conseil d'administration du groupe LVMH, lequel vient de tirer un très grand avantage de la politique monétaire de la BCE et de ses programmes de rachats de titres.

Il faut bien sûr souligner que les services de la BCE qui pilotent les programmes de rachats de titres ne sont pas ceux pour lesquels travaille Natacha Valla. Mais compte tenu de la proximité des problématiques, on aurait pu penser que la direction de la BCE s'appliquerait à veiller à éviter tout conflit d'intérêts ou apparence de conflit d'intérêts.

Appointment of a new Director proposed at the Shareholders' Meeting

- **Natacha Valla**

French, aged 44

Natacha Valla is an economist and teaches at the University of New York. She began her career at the European Central Bank (2001-2005), before moving to the Banque de France (2005-2008) and then Goldman Sachs as Executive Director (2008-2013). She was subsequently named Deputy Director of CEPII (2014-2016), a leading French think-tank in international economics within the Prime Minister's services, before joining the European Investment Bank (2016-2018) as Head of Policy and Strategy Division, and then the European Central Bank as Deputy Director General for Monetary Policy (2018-2020). She has been a member of the French Commission Économique de la Nation, the scientific committee of the Prudential Supervision and Resolution Authority (ACPR) and the Conseil d'Analyse Économique, a French government economic analysis committee.

Natacha Valla contributes expertise in international finance and monetary policy, which is particularly useful for a group with worldwide reach. 

Car c'est bel et bien pour sa compétence en matière de politique monétaire que Natacha Valla va être cooptée le 30 juin au sein du conseil d'administration de LVMH. C'est dit sans détour à la page 19 dans le rapport du conseil d'administration de LVMH pour l'assemblée des actionnaires, qui est consultable ici : « *Natacha Valla contributes expertise in international finance and monetary policy, which is particularly useful for a group with worldwide reach* » (« *Natacha Valla apporte son expertise en matière de finance internationale et de politique monétaire, particulièrement utile pour un groupe d'envergure mondiale* »). C'est donc clairement suggéré (*voir reproduction ci-contre*) : au moment du rachat de Tiffany, la politique monétaire s'est révélée particulièrement « *useful* » pour LVMH.

Nous avons donc de nouveau interrogé Natacha Valla et la direction de la BCE (voir l'onglet « Prolonger »). Nous leur avons en particulier demandé comment il convenait d'interpréter cette coïncidence entre d'un côté les avantages dont LVMH a tiré de la

politique monétaire et les rachats de titres de la BCE et l'entrée au conseil du groupe de l'économiste. Pour l'heure, nous n'avons pas reçu de réponse, mais nous ferons état de tous les commentaires qui nous parviendront.

L'eurodéputée Manon Aubry, elle, critique vivement la BCE. « *L'indépendance de la Banque centrale européenne vis-à-vis des États, explique-t-elle à Mediapart, est un totem sans cesse brandi par les libéraux de tous bords. En revanche, l'indépendance de la BCE vis-à-vis des entreprises, principales bénéficiaires de ses programmes, fait l'objet d'une négligence alarmante. Ce deux poids deux mesures démontre à quel point l'indépendance de la BCE n'est que théorique et sert en réalité les intérêts d'un petit nombre de fortunés. Il illustre également les liaisons dangereuses entre les institutions européennes et les intérêts privés, qui sapent la confiance démocratique. Lorsque j'ai interrogé la présidente de la BCE sur le cas de Mme Valla lors d'une audition devant le Parlement européen, Christine Lagarde a tout simplement refusé de me répondre. Qu'à cela ne tienne : j'ai d'ores et déjà déposé une série de questions écrites pour obtenir toutes les clarifications nécessaires sur ce cas. Face au problème systémique d'opacité de la BCE, je continuerai d'utiliser tous les outils à ma disposition pour exiger le respect des règles de transparence et d'indépendance qui doit s'imposer à toute institution publique. »*

Quoi qu'il en soit, la morale de l'histoire est bien celle-là : l'ISF a toujours déchaîné des passions alors qu'il n'a jamais été qu'un impôt croupion ; autrement plus complexe mais portant sur des enjeux autrement plus considérables, la politique monétaire et ces rachats de titres ne font guère polémique. L'affaire LVMH atteste pourtant que c'est à tort...

Si vous avez des informations à nous communiquer, vous pouvez nous contacter à l'adresse enquete@mediapart.fr. Si vous souhaitez adresser des documents en passant par une plateforme hautement sécurisée, vous pouvez vous connecter au site frenchleaks.fr.

Mots-clés

Derniers articles

Du même auteur

Multimédia

PODCAST [La BCE sort son bazooka monétaire](#) Par [Martine Orange](#)

Aujourd'hui
