

**Zeitschrift:** Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales  
**Herausgeber:** Société d'Etudes Economiques et Sociales  
**Band:** 55 (1997)  
**Heft:** 3: La Banque Nationale Suisse : sous la loupe

**Artikel:** Thomas von Ungern ou le réveil-matin de la Banque Nationale Suisse  
**Autor:** Tschopp, Peter  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-140637>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 25.11.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

## THOMAS VON UNGERN OU LE RÉVEIL-MATIN DE LA BANQUE NATIONALE SUISSE

Peter TSCHOPP

*Professeur d'économie à l'Université de Genève*

*Conseiller national*

En mettant à disposition du public de langue française les récents rapports que le Professeur Thomas von Ungern-Sternberg a consacrés aux politiques d'accumulation de réserves monétaires et de distribution de dividendes poursuivies par la Banque Nationale Suisse, la Revue Economique et Sociale atteint deux buts. Elle veut d'abord présenter à ses abonnés et lecteurs trois rapports de recherche qui auront eu une influence remarquable sur la conduite de la politique monétaire par la BNS elle-même et son autorité de surveillance, le Conseil fédéral. Elle rend hommage à un économiste universitaire qui ne craint pas l'engagement et qui a réussi à doubler ses lettres de noblesse de théoricien en influençant le cours des choses. Ce privilège ne revient qu'à une ou deux personnalités par génération.

Les travaux de von Ungern ont suscité des interventions parlementaires, ont mobilisé la très influente Commission de l'économie et des redevances du Conseil national et ont finalement amené le Conseil fédéral à instituer un groupe de travail chargé d'examiner la politique de placement et de distribution des bénéfices de la Banque Nationale Suisse. Il est d'ailleurs à noter que le personnage fort de ce groupe de travail, Ulrich Gygi, est le Directeur de l'Administration fédérale des finances; une manière très helvétique de signifier les véritables rapports de forces entre le Département des finances et la BNS et de critiquer l'approche routinière et peu convaincante des organes dirigeants de la Banque centrale en la matière.

Les travaux politiques entamés sur instigation de Thomas von Ungern ont produit des effets stupéfiants. Il ne se trouve aujourd'hui plus personne pour soutenir la poursuite de la politique d'accumulation de réserves et de la gestion de ces

dernières telles que menées et approuvées par les instances dirigeantes de la BNS et du Conseil fédéral jusqu'au début de l'année 1997.

Le renversement intervient avec une telle célérité que l'intendance n'arrive plus à suivre. Ainsi le Conseil fédéral approuve le 3 mars 1997 (une année après son dépôt) une réponse à une interpellation, réponse qui justifie sur un ton sentencieux la politique ancienne de la BNS. Ceci deux jours exactement avant le discours mémorable du Président de la Confédération Arnold Koller qui annonce, sur fond de création d'une Fondation de solidarité du peuple suisse, un renversement complet de ladite politique.

Nous allons présenter ici quelques arguments et réflexions concernant la politique mercantiliste d'accumulation de réserves monétaires et leur gestion. D'autres critiques que l'on peut adresser à la politique monétaire récente de l'Institut d'émission, telles l'avortement de la timide reprise conjoncturelle de 1994 en raison d'une obsession inflationniste tardive, ne seront pas évoquées. Puisqu'elles participent de la même mentalité, ces erreurs d'appréciation aux conséquences macroéconomiques catastrophiques doivent néanmoins habiter l'esprit du lecteur.

### **Le rôle des réserves monétaires**

On a tendance à oublier que l'accumulation de réserves monétaires est une nécessité qui découle surtout d'un régime de changes fixes. Or, voici plus de 25 ans que le monde et, avec lui, la Suisse, vit une expérience de changes fluctuants où les monnaies se positionnent les unes par rapport aux autres, au gré des humeurs des marchés de changes et, en principe, sans interventions notables de la part des Banques centrales moyennant leurs réserves en devises. Quant à l'or monétaire, il ne sert en principe plus du tout à financer des interventions de stabilisation des monnaies et reste donc, depuis un quart de siècle, un vestige d'une époque révolue.

La Banque Nationale Suisse et le Département fédéral des finances en sont parfaitement conscients, car leur discours traditionnaliste met aujourd'hui en exergue l'importance des réserves monétaires pour le cas où l'approvisionnement et l'écoulement des productions de l'économie suisse serait à tel point troublé qu'il faudrait envisager de se rabattre sur la réserve monétaire, en dollars, DM et yens, mais aussi en or, pour financer la survie de la population résidente.

Dans une économie frappée de globalisation, on ne peut passer sur l'anachronisme de cette théorie de la *poire pour la soif*, car on ne voit pas très bien comment les autres pays émetteurs de nos monnaies de réserves ou friands de nos stocks d'or seraient d'accord de renoncer à leurs propres besoins de consommation et pourquoi ils préféreraient, alors que rien ne va plus, le rachat de leurs propres avances ou l'achat d'or monétaire à la satisfaction de leurs propres besoins d'investissement et de consommation.

Pour comprendre comment les Banques centrales et en particulier la BNS ont pu s'agripper pareillement au fétichisme d'accumulation d'avoirs, il faut se rappeler que la richesse, en termes de stocks d'avoirs détenus en pleine propriété, est un attribut universellement reconnu de puissance, donc d'indépendance.

Pendant toute la période des années 80 et 90, la Banque nationale, en poursuivant sa politique rapportée, est parvenue à faire passer sa réserve monétaire du simple au double environ, tandis que la Confédération et, avec elle, cantons et communes, ont réussi en négatif la même performance, car leurs dettes accumulées se sont également multipliées par deux, en chiffres ronds. Si on se réfère à cette performance de gestion du patrimoine, on peut dire que les collectivités publiques ont perdu singulièrement de leur crédibilité financière au profit de la BNS.

Aussi bien juridiquement qu'économiquement, cette manière de voir est évidemment fallacieuse. D'abord, la BNS, malgré son indépendance nécessaire, est un organe de la Confédération et subsidiairement des cantons, au même titre que l'armée, les PTT ou les CFF. Ensuite, en abordant la question de la bonité des bilans, il est utile d'évaluer la situation réelle en termes consolidés. C'est dire que les comptes des collectivités publiques doivent fournir des évaluations d'actifs qui tiennent raisonnablement compte du pouvoir de création de valeur ajoutée des capitaux réels accumulés: le bilan de la BNS doit donc faire état d'une évaluation raisonnable de ses avoirs en or monétaire, ce qui n'est envisagé que depuis le printemps de cette année.

Si l'on apprécie la situation réelle à la lumière de ces principes comptables indiscutés, la situation générale de l'état des finances des collectivités publiques se présente du coup sous un jour bien moins dramatique que ne le veut le discours dominant.

Il est aussi utile, pour comprendre la philosophie d'accumulation et d'accaparement des instances dirigeantes de la BNS, de se référer à la popularité malheureusement jamais prise en défaut de la doctrine mercantiliste. Bien que les mercantilistes aient été démentis à travers toute l'histoire économique et que leur doctrine néfaste, porteuse de guerres et de malheurs conjoncturels, ait été dévoilée définitivement par les théories classiques et néo-classiques des avantages comparés, le mercantilisme habite toujours le coeur des populations et, il faut le croire, de nos banquiers centraux. Une bonne preuve de la validité de cette hypothèse est fournie par la discutabile performance des énormes avoirs accumulés par la BNS.

### **La gestion des réserves monétaires**

Tant que l'or avait la cote des placeurs privés, une fois son prix libéré par le passage au régime des changes fluctuants au début des années 1970, la performance du portefeuille national géré par la BNS était tout à fait correcte. Les choses se sont gâtées à partir de 1980. A la diminution du cours de l'or s'est ajoutée la faiblesse tendancielle du dollar. Ces deux événements ont pesé d'autant plus lourdement sur la performance des responsables de la gestion de l'avoir national que ceux-ci, indépendamment des conditions restrictives imposées par la Loi, ont renoncé à s'assurer à large échelle contre les risques de dévaluation du dollar au moyen de swaps.

Lorsqu'on tient compte de la valeur réelle de la réserve monétaire détenue par la BNS sous forme d'or (qui fait à l'évidence partie de la fortune du peuple suisse), on arrive à la préoccupante conclusion que voici: compte tenu de l'inflation, la valeur marchande de cette réserve a diminué de moitié depuis 1980! Puisque la Suisse détient à elle seule près du dixième des avoirs en or du monde (2,6 milliers de tonnes, c'est-à-dire autant que la France et à peu près autant que l'Allemagne), on ne peut s'empêcher de juger avec beaucoup de sévérité l'absence de diversification dans la politique de placement de la BNS.

Avec la modification de la Loi sur la Banque Nationale Suisse décidée récemment par le Parlement, la voie est maintenant ouverte à une gestion plus professionnelle de cette partie du patrimoine national. Une nouvelle équipe installée à la Direction générale de la BNS est manifestement beaucoup plus affranchie par rapport aux atavismes mercantilistes cités plus haut, et en proposant la modi-

fication comptable du cours de l'or dans le bilan, elle a doublement rompu avec la tradition.

En soumettant au Conseil fédéral et, à travers lui, au Parlement et au peuple, le projet de se défaire d'une part significative de l'or monétaire et d'en affecter la contrevaletur à l'acquisition de titres portant intérêts et dividendes, une importante rupture avec le passé est consommée et la diversification dans le portefeuille d'avoirs envisagée.

Mais la Banque nationale fait un pas de plus, en proposant que la moitié du gain de réévaluation de l'or soit affectée à une *Fondation pour la solidarité du peuple suisse* à l'égard des malheureux de ce monde, le Directoire de la BNS met également à jour son concept *poire pour la soif* qui aurait justifié l'accumulation d'autant de réserves.

L'extraordinaire perte de prestige qu'a dû enregistrer la Suisse en l'espace d'une année et qui aurait suffi à entraîner immédiatement des difficultés monétaires d'envergure dans la plupart des pays de taille comparable, n'a pas eu pour l'instant de conséquences monétaires ou macroéconomiques notables. Il est vrai que l'importante réserve monétaire, qui équivaut à 24% du Produit national brut, y est pour quelque chose. Mais à long terme, cette réserve, notamment son volet d'or, n'est plus productive ni de *goodwill* ni de perspectives de plus-value. Le *Befreiungsschlag* de la réévaluation et de la diminution de la réserve détenue en or, conçu par le Directoire de la BNS et repris par le Conseil fédéral, représente donc une initiative des plus heureuses du point de vue économique et politique.

### **Conclusion**

L'enseignement que l'on peut tirer de cette suite d'événements est que les travaux de Thomas von Ungern ont participé puissamment à la révision complète de la politique d'accumulation et de placement des réserves monétaires de la Suisse. Dans un récent article paru dans la *Neue Zürcher Zeitung* du 2-3 août 1997, Peter Buomberger, économiste en chef de l'UBS, arrive même à la conclusion qu'une réduction de moitié de la réserve monétaire actuelle pourrait être envisagée sans que l'indépendance de la BNS ne soit touchée ni la garantie de la monnaie centrale en circulation entamée ni le potentiel d'intervention en matière de politique monétaire limité.

Grâce à une gestion plus appropriée, avec cette réserve diminuée de moitié, on pourrait même envisager d'augmenter le versement d'un dividende doublé de 1,2 milliard aux cantons et de verser une contribution annuelle de l'ordre de 350 millions au Fond de solidarité. Quant aux quelque 40 milliards rendus disponibles par cet ajustement d'une réserve monétaire surfaite, on pourrait, à choix, les utiliser pour le remboursement de la dette des collectivités publiques, Confédération et cantons, ou pour le cofinancement de projets d'intérêt international d'envergure tels les NLFA.

Dire que le Conseil fédéral a encore reproché, début mars, à l'auteur de ce commentaire qui défendait au Parlement ce point de vue, de «vouloir brader l'argenterie de famille», c'est mesurer l'évolution des esprits que von Ungern et ses disciples ont réussi à provoquer.