Ertragsbilanz und Portfoliotheorie der Wechselkurse: Eine grafische Illustration*

Von Christoph Zenger, Zürich

I. Einleitung

Während die Wechselkurstheorie mit dem sogenannten Portfolio – oder Finanzmarktansatz (Asset approach) in den jüngsten Jahren wichtige Fortschritte erzielt hat, sehen sich viele Studenten noch heute mit Lehrbüchern und Vorlesungen konfrontiert, welche die traditionelle Wechselkurserklärung mittels des bekannten – für die Gütermärkte verwendeten – Angebots/Nachfrage-Diagramms zumindest als Ausgangsbasis wählen (*Stern,* 1973; *Kindleberger,* 1973; *Rose,* 1976; *Caves / Jones,* 1977). Im Rahmen dieses Ansatzes stellt sich der Wechselkurs in jeder Periode dort ein, wo (Strom-) Angebot und (Strom-)Nachfrage einer Währung zur Übereinstimmung gelangen. Die von inländischen (ausländischen) Wirtschaftssubjekten in einer bestimmten Periode gewünschten Güter-, Dienstleistungs- und Wertpapierkäufe vom Ausland (Inland) bestimmen die Nachfrage (das Angebot) nach (an) ausländischer Währung. Kapitalbewegungen werden allerdings häufig vernachlässigt. Dann stehen die Ertragsbilanz und der sogenannte Elastizitätsansatz (*Bickerdike,* 1920; *Robinson,* 1937; *Metzler,* 1948) im Vordergrund.

Mit der Integration einer Devisenmarktgleichgewichtsbedingung in die traditionelle keynesianische IS-LM-Analyse (*Meade,* 1951; *Mundell,* 1961 und 1964a, b; *Fleming,* 1962) wurde der partialanalytische Charakter des Elastizitätsansatzes zwar überwunden. Doch dem Wechselkurs kam nach wie vor die Rolle zu, Stromangebot und -nachfrage der betreffenden Währung auszugleichen, mit oder ohne Berücksichtigung internationaler Kapitalbewegungen.

Nicht zuletzt in Anbetracht der großen – mit dem traditionellen Ansatz kaum erklärbaren – Wechselkursschwankungen seit dem Übergang zum Floating wurde der Stromansatz allmählich von Bestandesansätzen zur

* Für wertvolle Anregungen danke ich *Luciano Gabriel, Bruno Gehrig* und *Jürg Niehans.*

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wechselkurserklärung verdrängt. Während vorerst der monetäre Wechselkursansatz (*Johnson,* 1976; *Mussa,* 1976; *Frenkel,* 1976; *Bilson,* 1978 und andere mehr) Einzug hielt, wurde der Wechselkurs in der Folge vermehrt im Rahmen einer allgemeinen Portfoliotheorie à la *Tobin* (1969) erklärt (*Girton / Henderson,* 1976 und 1977; *Dornbusch,* 1976 a und b; *Henderson,* 1977; *Branson / Haltunen / Masson,* 1977 etc.). Beiden Ansätzen ist eigen, daß sich der Wechselkurs in jedem Zeitpunkt dort einstellen muß, wo die Wirtschaftssubjekte die auf verschiedene Währungen lautenden Assetbestände (Geld und Wertpapiere) zu halten bereit sind.

Mit der Konzentration auf Bestandesangebot und -nachfrage drohte die Ertragsbilanz als kursbestimmender Faktor verlorenzugehen. Daß diese Größe auch im Rahmen eines Portfolioansatzes Beachtung verdient, zeigten *Kouri* (1976), *Calvo / Rodriguez* (1977), *Niehans* (1977), *Rodriguez* (1980) und *Dornbusch / Fischer* (1980). Diesen Arbeiten liegt allerdings die Annahme zugrunde, daß die ausländischen Wirtschaftssubjekte keine inländischen Assets (Geld und/oder Wertpapiere) halten. Damit wird ein Element ausgeschaltet, das für das Verständnis der wechselkursbestimmenden Rolle der Ertragsbilanz von entscheidender Bedeutung ist.

Diese Notiz will den Einfluß von Ertragsbilanzungleichgewichten auf den Wechselkurs im Rahmen eines Portfolioansatzes auf möglichst einfache, didaktisch leicht zugängliche Art und Weise erklären. In Abschnitt II wird die Grundidee präsentiert, und in Abschnitt III folgt eine grafische Illustration.

II. Die Grundidee

Mit einem Güter- oder Dienstleistungsexport (-import) erwirbt das Inland (Ausland) eine Forderung gegenüber dem Ausland (Inland) – und zwar ohne jegliche Zeitverzögerung. Jeder Ertragsbilanzüberschuß ist demzufolge stets und uno actu mit einem gleich großen Nettokapitalexport verbunden. In welcher Währung die entsprechende – mitunter zeitlich verzögerte – Bezahlung erfolgt, ist unerheblich. Das Ertragsbilanzungleichgewicht allein ändert am Wechselkurs überhaupt nichts. Die Zahlungsbilanz im statistischen Sinne ist ja stets und gleichsam automatisch ausgeglichen. Allfällige Wechselkurswirkungen von Ertragsbilanzüberschüssen und -defiziten müssen auf eine andere Art und Weise erklärt werden.

Ein Ertragsbilanzungleichgewicht an sich läßt die Bestandesangebote der involvierten Währungen unberührt. Eine Wechselkurswirkung kann sich infolgedessen nur einstellen, wenn die Bestandsnachfrage eine Änderung erfährt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Schlüssel zu diesem Zusammenhang liegt in der Tatsache, daß ein Ertragsbilanzüberschuß (-defizit) letztlich eine Vermögensumverteilung zu Lasten des Auslandes (Inlandes) bedeutet. Mit einem Ertragsbilanzüberschuß erhöht das Inland sein (Auslandnetto-)Vermögen, während sich die Vermögensposition des Auslandes entsprechend verringert. Für den Wechselkurs ist nunmehr entscheidend, in welcher währungsmäßigen Form das Inland (Ausland) sein Vermögen auf-(ab-)zubauen wünscht. Der Ertragsbilanzüberschuß an sich präjudiziert in dieser Beziehung überhaupt nichts, verkörpert er doch nur eine Zunahme der Forderungen gegenüber dem Ausland.

Unter der meist getroffenen Annahme, das Ausland halte keine inländische Währung (*Kouri,* 1976; *Calvo / Rodriguez,* 1977; *Niehans,* 1977; *Rodriguez,* 1980; *Dornbusch / Fischer,* 1980), zeigt der Wechselkurs nur deshalb die übliche Reaktion, weil die inländischen Wirtschaftssubjekte die ertragsbilanzbedingte Vermögenszunahme im allgemeinen nicht vollumfänglich in ausländischer Währung halten wollen. Sonst bliebe die Bestandsnachfrage nach Auslands- (und Inlands-)Währung nämlich unverändert; der Wechselkurs würde sich infolgedessen nicht ändern. Das Inland wird normalerweise bestrebt sein, die Erhöhung der Fremdwährungsguthaben wenigstens teilweise in die eigene Währung zu transformieren. Dies löst eine Abwertung der ausländischen Währung aus. Die Wechselkursreaktion ist notwendig, weil beim ursprünglichen Wechselkurs weder In- noch Ausländer bereit sind, die Devisen zu absorbieren. Erst wenn das ausländische Geld „genügend billig" geworden ist, wird diese Absorption stattfinden. Wer dann letztlich die billiger gewordene Auslandswährung hält, das In- oder das Ausland, ist für die Wechselkursbildung nicht bedeutsam. Wichtig ist dies lediglich für die Frage, ob die Zahlungsbilanzstatistiker zusätzliche Arbeit kriegen oder nicht. Wenn der Exporteur seine Einnahmen in ausländischer Währung wieder an im Ausland domizilierte Wirtschaftssubjekte verkauft, ist dies zwar zahlungsbilanzwirksam. Aber ein Nettokapitalimport findet nicht statt, weil dem Kapitalimport ein kompensierender Kapitalexport gegenübersteht. Trotzdem erleidet die ausländische Währung aber eine Abwertung! Für die Wechselkursreaktion ist es nämlich völlig unerheblich, ob der Exporteur die Devisen an Aus- oder Inländer verkauft.

Im allgemeinen wird man kaum von der erwähnten Annahme ausgehen können, das Ausland halte keine Inlandswährung und wolle demzufolge die mit einem Ertragsbilanzdefizit verbundene Vermögensabnahme ausschließlich in seiner eigenen Währung vollziehen. Sobald diese Einschränkung fallengelassen wird, gilt es auch die währungsmäßigen Portfeuilleumschichtungen des Auslandes zu beachten.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wenn zum Beispiel das Ausland und das Inland die Vermögensänderung – beim bestehenden Wechselkurs – zur Hälfte in der eigenen Währung vollziehen möchte, kommt es trotz Ertragsbilanzungleichgewicht zu keiner Wechselkursreaktion. Die gesamte Bestandsnachfrage sowohl nach Inlands- wie auch nach Auslandswährung ändert sich nämlich nicht. Es mag sogar die Situation bestehen, daß In- und Ausland die Vermögensänderung vorwiegend in Fremdwährung vollziehen möchten. In diesem Falle würde ein Ertragsbilanzüberschuß des Inlandes mit einer Abwertung der inländischen Währung einhergehen. Denn die vermögensinduzierte Zunahme der Bestandsnachfrage seitens des Inlandes könnte die vermögensinduzierte Abnahme der Bestandsnachfrage seitens des Auslandes nicht kompensieren.

Sobald In- wie Ausland jedoch eine Präferenz haben, die Vermögensveränderungen – beim bestehenden Wechselkurs – in ihrer eigenen Währung zu vollziehen, ergeben sich die üblichen Wirkungen eines Ertragsbilanzüberschusses: Die Währung des Überschußlandes wertet sich auf. Dies dürfte der Normalfall sein.

III. Grafische Illustration

Um die grafische Darstellung einfach zu halten, sind einige – nur scheinbar restriktive Annahmen – unerläßlich. Die Welt bestehe aus zwei Volkswirtschaften, der Schweiz (CH) und den Vereinigten Staaten (USA). Beide Länder halten in- und ausländisches Geld. Von anderen Vermögensanlagen wird abstrahiert. Die schweizerische und die amerikanische Bestandsnachfrage nach Dollars (und auch jene nach Schweizerfranken) ist abhängig vom Wechselkurs. Eine Abwertung der amerikanischen Währung erhöht die beiden Dollarnachfragen. Im allgemeinen steigen die Bestandsnachfragen nach Dollars und Schweizerfranken mit einer Zunahme des Geldvermögens in der Schweiz und/oder in den USA.

Der Wechselkurs des Dollars (SFR/$) wird in jedem Zeitpunkt so bestimmt, daß die gesamte Bestandsnachfrage nach Dollars (BN^o_{TOT}) gerade dem weltweiten Dollarbestand (BA_{TOT}) entspricht *(Grafik 1 und 2)*. Erstere ergibt sich durch die Aggregation der Dollar-Bestandsnachfrage der USA (BN^o_{USA}) und der Schweiz (BN^o_{CH}). Beim gleichgewichtigen Wechselkurs (e_o) bestimmen die beiden Bestandsnachfragen die Aufteilung des Dollarbestandes auf die USA (BA^o_{USA}) und die Schweiz (BA^o_{CH}). (Ein ähnliches 3-Grafiken-System ließe sich für den Schweizerfranken darstellen.)

Weiter wird angenommen, daß die aus dem internationalen Güterverkehr resultierenden Zahlungen ausschließlich auf Dollarbasis erfolgen. Diese

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Annahme vereinfacht die Darstellung, ist für die Wechselkursimplikationen von Ertragsbilanzungleichgewichten indessen belanglos.

Ein Ertragsbilanzdefizit der USA gegenüber der Schweiz ist demzufolge mit einer Erhöhung des Dollarbestandes in der Schweiz (um AC auf BA^1_{CH}) und einer entsprechenden Abnahme in den USA (um DF = – AC auf BA^1_{USA}) verbunden. Im gleichen Ausmaß steigt (sinkt) das Vermögen der Schweiz (USA). Das „Weltvermögen" und der gesamte Dollarbestand ändern sich jedoch nicht.

Entscheidend ist indessen, wie die Dollarbestandsnachfragen der beiden Länder beim gegebenen Wechselkurs e_o durch die Vermögensänderung beeinflußt werden. Darüber läßt sich keine generelle Aussage machen. Wir unterscheiden zur Illustration zwei Fälle.

Grafik 1 bezieht sich auf den Fall, in dem beide Länder die Vermögensänderung – beim bestehenden Wechselkurs(!) – in der eigenen Währung vollziehen möchten. Die schweizerische (amerikanische) Bestandsnachfrage nach Dollars (Schweizerfranken) ist demnach nicht vermögens-, sondern lediglich wechselkursabhängig. Für die USA bedeutet dies eine Linksverschiebung der Dollarnachfrage um den Dollarwert des Ertragsbilanzdefizits. In den USA stimmen Dollarangebot (BA^1_{USA}) und -nachfrage (BN^1_{USA}) beim ursprünglichen Wechselkurs (e_o) infolgedessen nach wie vor überein. Weil die Schweiz beim Wechselkurs e_o ihren Vermögenszuwachs annahmegemäß vollumfänglich in Schweizerfranken zu halten wünscht, erfährt die schweizerische Dollarbestandsnachfrage keine Zunahme. Beim Wechselkurs e_o entsteht daher in der Schweiz (und damit auf dem weltweiten Devisenmarkt) eine Dollarnachfragelücke (AC). Die amerikanische Währung verliert demzufolge an Wert (von e_o auf e_G).

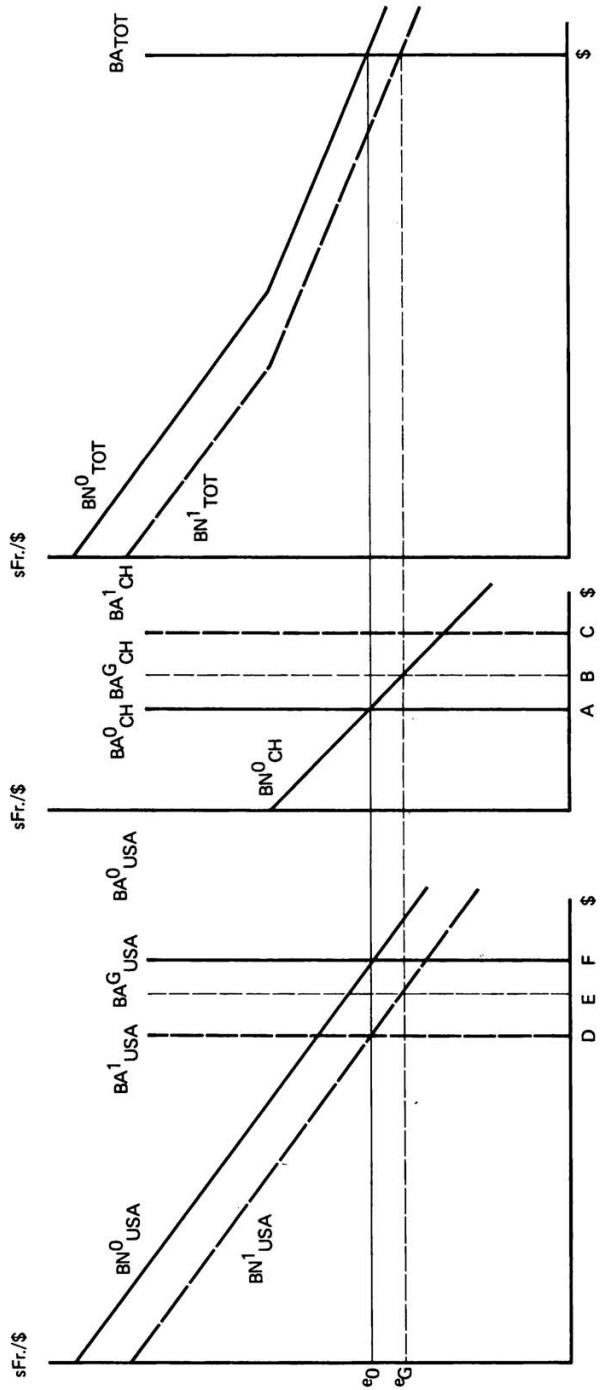
Die Annahme, daß die Bezahlung der internationalen Güterströme ausschließlich in Dollars erfolgt, hat weder auf den Wechselkurs noch auf die im Gleichgewicht resultierende Verteilung des Dollarbestandes einen Einfluß[1]. Die Schweiz erhält zwar ihren Ertragsbilanzüberschuß vollumfänglich in Dollars ausbezahlt, was den schweizerischen Dollarbestand anfänglich auch entsprechend erhöht (BA^1_{CH}). Dies kann aber deshalb kein Gleichgewichtszustand sein, weil sich die CH-Dollarnachfrage annahmegemäß gar nicht erhöht. Beim Wechselkurs e_o versuchen die schweizerischen Wirtschaftssubjekte ihre zusätzlichen Dollars „loszuwerden", indem sie sie auf dem Devisenmarkt anbieten. Weil die Amerikaner beim Wechselkurs e_o mit

[1] Strenggenommen gilt dies nur unter der Annahme, daß das gesamte internationale Handelsvolumen (nominelle Exporte plus Importe) unverändert bleibt. Sonst erfährt die Dollargeldnachfrage wohl eine transaktionsbedingte Änderung.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Grafik 1

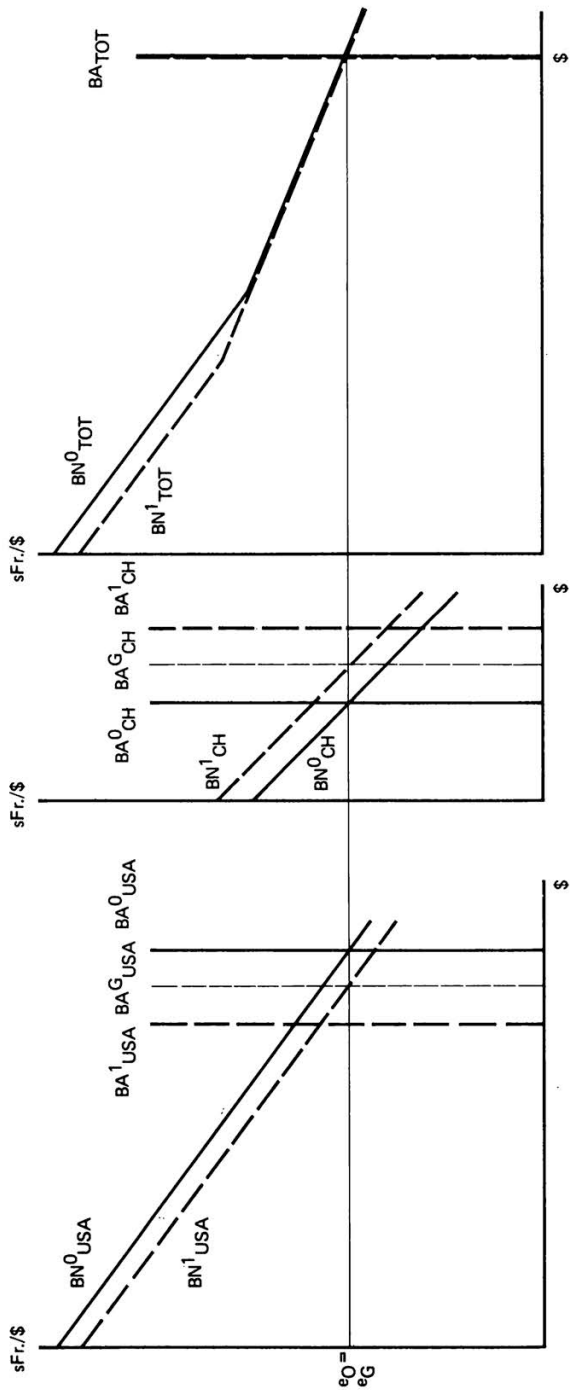
Wechselkurswirkung eines Ertragsbilanzungleichgewichtes : 1



DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Grafik 2

Wechselkurswirkung eines Ertragsbilanzungleichgewichtes : 2


sFr./$
$
$

ihrem neuen (um das Ertragsbilanzdefizit niedrigeren) Dollarbestand jedoch bereits „zufrieden" sind, führen die Verkaufsangebote seitens der Schweiz zu einem Druck auf die US-Währung. Der Dollar muß billiger werden, bis der gesamte Dollarbestand erneut freiwillig gehalten wird. Dies ist bei e_G der Fall.

Im Rahmen dieser Umschichtung wird die Verteilung der Dollars auf die beiden Länder natürlich sowohl gegenüber dem Ausgangszustand 0 wie auch gegenüber der mit 1 gekennzeichneten Situation geändert. Ein Teil (AB) der gutgeschriebenen Dollars (AC) wird effektiv auch in der Schweiz bleiben, der Rest (BC = EC) fließt wieder in die USA zurück. Das Ausmaß dieses Rückflusses hängt von den – annahmegemäß negativen – Steigungen der beiden Bestandsnachfragekurven ab. Diese bestimmen im übrigen auch die Stärke der Wechselkursreaktion – nie aber deren Richtung!

Unter den gegebenen Neigungen der Nachfragekurven implizieren die hinter Grafik 1 stehenden Annahmen bezüglich Vermögensabhängigkeit der Dollarnachfrage die im Falle eines Ertragsbilanzdefizits maximal mögliche Abwertung des Dollars. Sobald sich nämlich die schweizerische Dollarnachfragekurve aufgrund des Vermögenszuwachses nur schon ein wenig nach rechts verschiebt, ergibt sich eine geringere Abwertung.

Grafik 2 illustriert den Fall, in dem beide Volkswirtschaften ihre Vermögensänderungen – beim Wechselkurs e_o – je zur Hälfte in Dollars und Schweizerfranken vollziehen möchten. Die „weltweite" Bestandsnachfrage nach Dollars erfährt unter diesen Bedingungen keine Änderung, so daß das amerikanische Ertragsbilanzdefizit keine Wechselkursreaktion zur Folge hat. Dies trotz des Umstandes, daß ein Rückfluß an Dollars in die USA stattfindet.

IV. Schlußbemerkungen

Der vorliegende Beitrag bezweckt keineswegs, das Zusammenspiel von Ertragsbilanz und Portfoliogleichgewichten erschöpfend zu behandeln. Vernachlässigt wurde insbesondere, daß die Ertragsbilanz ihrerseits wieder wechselkursabhängig ist und, daß sie auch das Resultat gewünschter (Auslands-)Vermögensakkumulation sein kann. Keine Berücksichtigung fand darüber hinaus die Tatsache, daß internationale Güterströme und Wechselkurse vielfach durch gemeinsame Drittfaktoren (Geld-, Fiskalpolitik) bestimmt werden. Im Falle einer restriktiven Geldpolitik der USA ist es wohl kaum sehr erstaunlich, wenn US-Ertragsbilanzdefizite mit Aufwertungen des Dollars einhergehen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mit diesem Beitrag konnte und wollte nur gezeigt werden, daß Ertragsbilanzungleichgewichte letztlich lediglich via „Währungspräferenzen" wechselkurswirksam werden. Letztere spielen deshalb die entscheidende Rolle, weil Ungleichgewichte in den internationalen Handelsströmen stets mit Vermögensumverteilungen zwischen den involvierten Volkswirtschaften verbunden sind. Daran vermag auch die Tatsache nichts zu ändern, daß die erwähnten „Währungspräferenzen" letztlich wieder von ökonomischen Faktoren (erwartete Renditen und Risiken) abhängen und demzufolge im Laufe der Zeit Veränderungen unterliegen.

Literatur

Bickerdike, C. F. (1920): "The Instability of Foreign Exchange", Economic Journal, S. 118ff. – *Bilson,* J. (1978): "The Current Experience with Floating Exchange Rates: An Appraisal of the Monetary Approach", American Economic Review, S. 392 - 97. – *Branson,* H. W. / *Haltunen,* H. / *Masson,* P. (1977): "Exchange Rates in the Short Run", European Economic Review, Vol. 10, S. 304 - 324. – *Calvo,* G. A. / *Rodriguez,* C. A. (1977): "A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations", Journal of Political Economy, S. 617 - 25. – *Caves,* R. E. / *Jones,* R. W. (1977): "World Trade and Payments: An Introduction", 2nd ed., Little, Brown. – *Dornbusch,* R. (1976a): "Exchange Rate Expectations and Monetary Policy", Journal of International Economics, S. 231 - 44. – *Dornbusch,* R. (1976b): "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy, S. 1161 - 76. – *Dornbusch,* R. / *Fischer,* S. (1980): "Exchange Rates and the Current Account", American Economic Review, 70, S. 960 - 71. – *Fleming,* J. M. (1962): "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", International Monetary Fund Staff Papers, 9, 369 - 379. – *Frenkel,* J. A. (1976): "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence", Scandinavian Journal of Economics, S. 200 - 24. – *Girton,* L. / *Henderson,* D. W. (1976): "Financial Capital Movements and Central Bank Behaviour in a Two-Country Short-Run Portfolio Balance Model", Journal of Monetary Economics, 2, S. 33 - 61. – *Girton,* L. / *Henderson,* D. (1977): "Central Bank Operations in Foreign and Domestic Assets under Fixed and Flexible Exchange Rates", in P. Clark, D. Logue and R. Sweeney, eds., The Effects of Exchange Rate Adjustments (U.S. Department of the Treasury), S. 151 - 79. – *Henderson,* D. W. (1977): "Modelling the Interdependence of National Money and Capital Markets", American Economic Review, 67, S. 190 - 99. – *Johnson,* H. G. (1976): "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory", in: Frenkel, J. A. and Johnson, H. G. (eds.), The Economics of Exchange Rates, S. 147 - 167. – *Kindleberger,* C. (1973): "International Economics", 5th ed., Irwin. – *Kouri,* P. J. K. (1976): "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach", Scandinavian Journal of Economics, S. 280 - 304. – *Meade,* J. E. (1951): "The Balance of Payments", London. – *Metzler,* L. (1948): "The Theory of International Trade" in: Ellis, H. S. (ed.), A Survey of Contemporaneous Economics, Vol. I, Homewood Illinois Irwin Edition, 1952, S. 210ff. – *Mundell,* R. A. (1961): "Flexible Exchange Rates and Employment Policy", Canadian Journal of Economics and Political Science, 27,

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

S. 509 - 517. – *Mundell,* R. A. (1964a): "Capital Mobility and Stabilization under Fixed and Flexible Exchange Rates", Canadian Journal of Economics and Political Science, 29, S. 475 - 485. – *Mundell,* R. A. (1964b): "Capital Mobility and Size: A Reply", Canadian Journal of Economics and Political Science, 30, S. 421 - 32. – *Mussa,* M. (1976): "The Exchange Rate, the Balance of Payments, and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating", Scandinavian Journal of Economics, 78, S. 229 - 248. – *Niehans,* J. (1977): "Exchange Rate Dynamics with Stock/Flow Interaction", Journal of Political Economy, S. 1245 - 57. – *Robinson,* J. (1937): "The Foreign Exchange", in: "Essays in the Theory of Employment", Oxford, 1947. – *Rodriguez,* C. A. (1980): "The Role of Trade Flows in Exchange Rate Determination: A Rational Expectations Approach", Journal of Political Economy, 88, S. 1148 - 1158. – *Rose,* K. (1976): „Theorie der Außenwirtschaft", Verlag Wahlen, München, 6. Auflage. – *Stern,* R. M. (1973): "The Balance of Payments", Chicago. – *Tobin,* J. (1969): "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, S. 15 - 29.

Zusammenfassung

Ertragsbilanz und Portfoliotheorie der Wechselkurse: Eine grafische Illustration

Obwohl die Wechselkurstheorie mit dem Portfolio- oder "asset market"-Ansatz in den letzten Jahren erhebliche Fortschritte erzielt hat, sehen sich viele Studenten noch heute mit Lehrbüchern und Vorlesungen konfrontiert, welche die traditionelle Wechselkurserklärung mittels des bekannten – für die Gütermärkte verwendeten – Angebots/Nachfrage-Diagramms zumindest als Ausgangspunkt wählen. Dieser Stromansatz wurde mit dem Einzug der Portfoliotheorie allmählich von einem Bestandsansatz zur Wechselkurserklärung verdrängt. Letzterer verlangt, daß sich die Devisenkurse in jedem Zeitpunkt dort einstellen, wo die Wirtschaftssubjekte die auf verschiedene Währungen lautenden Assetbestände gerade zu halten bereit sind. Daß die Handelsströme auf dieser Basis zu Unrecht vielfach vernachlässigt wurden, konnte in diversen Forschungsarbeiten gezeigt werden. Der vorliegende Aufsatz bezweckt, die wechselkursbestimmende Rolle der Ertragsbilanz im Rahmen des Portfolioansatzes auf möglichst einfache, didaktisch leicht zugängliche Art und Weise zu erklären.

Da ein Ertragsbilanzungleichgewicht die Bestandsangebote der involvierten Währungen unberührt läßt, muß eine allfällige Wechselkursänderung auf Verschiebungen der Bestandsnachfrage zurückgeführt werden. Letztere können sich einstellen, weil eine unausgeglichene Ertragsbilanz mit Vermögensumverteilungen zwischen In- und Ausland verbunden ist. Für den Wechselkurs ist entscheidend, in welcher währungsmäßigen Form In- und Ausland das Vermögen auf- bzw. abzubauen wünschen. Die übliche Wechselkursreaktion auf ein Ertragsbilanzungleichgewicht ergibt sich dann, wenn In- wie Ausland – beim ursprünglichen Wechselkurs – die Präferenz haben, die Vermögensänderung zum größten Teil in ihrer eigenen Währung zu vollziehen. Mittels einer grafischen Darstellung läßt sich dieses Resultat auf einfache Art und Weise herleiten. Die grafische Analyse legt auch die Erkenntnis nahe, daß unter anderen Präferenzkonstellationen eine anormale Reaktion der Wechselkurse möglich ist.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Summary

Trade Balance and Portfolio Theorie of Exchange Rates: A Graphic Illustration

Although exchange rate theory has made substantial advances in recent years with the portfolio or asset market approach, even now many students still find themselves confronted with textbooks and lectures with choose, at least as a point of departure, the traditional exchange rate explanation using the familiar supply/demand diagram used for the goods markets. This flow approach was gradually displaced with the introduction of portfolio theory by an asset-holding approach to exchange rate explanation. The latter requires that at all times the exchange rates assume a level at which economic entities are still just prepared to hold assets in various currencies. That on this basis trade flows are in many instances unjustifiably neglected has been demonstrated in a diversity of research studies. The object of the present essay is to explain the exchange rate-determining role of the trade balance within the framework of the portfolio approach in the simplest possible, didactically easily accessible manner.

Since a trade balance disequilibrium leaves the offers of assets in the currencies involved unaffected, any exchange rate change must be attributed to shifts in the demand for assets. The latter may occur because an unsquared trade balance may be connected with asset redistributions between home and abroad. The decisive factor for the exchange rate is the currency form in which it is desired to build up or reduce assets at home and abroad. The usual exchange rate reaction to a trade balance disequilibrium occurs when – at the original exchange rate – people at home and abroad have a preference to execute the great majority of asset changes in their own currency. This result can be derived in a simple manner with a graphic presentation. Graph analysis also seems to make it evident that with other preference constellations an abnormal reaction of the exchange rates is possible.

Résumé

Balance des opérations courantes et théorie du portefeuille des taux de change: une illustration graphique

Bien que la théorie des taux de change ait fait d'énormes progrès au cours des dernières années grâce au concept du portefeuille – ou «Asset market» – les étudiants sont encore toujours confrontés aujourd'hui à des manuels et des cours où les taux de change sont expliqués traditionnellement, du moins comme point de départ, au moyen du diagramme connu de l'offre et de la demande, utilisé pour les marchés des biens. Les taux de change ont été peu à peu expliqués par la théorie du portefeuille. Les cours des devises s'ajustent au moment où les sujets économiques sont prêts à garder des valeurs libellées en différentes monnaies. Différents travaux de recherche ont pu montrer que les courants commerciaux ont ainsi souvent été négligés à tort. La présente étude a pour but d'expliquer le plus facilement possible le rôle de la balance des opérations courantes, déterminant pour les taux de change, dans le cadre de la théorie du portefeuille.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Comme un déséquilibre de la balance des opérations courantes n'influence aucunement les offres des devises impliquées, un changement des taux de change doit s'expliquer par des déplacements de la demande. Ceux ci peuvent survenir parce qu'un déséquilibre de la balance des opérations courantes entraîne des redistributions de patrimoine entre le pays intérieur et l'étranger. Ce qui est déterminant pour les taux de change, c'est de savoir en quelles devises le pays intérieur et l'étranger souhaitent avoir leur patrimoine. La réaction habituelle des taux de change face à un déséquilibre de la balance des opérations courantes se produit lorsque le pays intérieur et l'étranger préfèrent – au taux de change d'origine – modifier leur patrimoine en grande partie dans leur propre monnaie. Ce résultat peut se déduire facilement à l'aide d'un graphique. L'analyse graphique montre également qu'une réaction anormale des taux de change est possible sous d'autres constellations de préférence.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.18.4.478 | Generated on 2025-07-22 10:56:57
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/