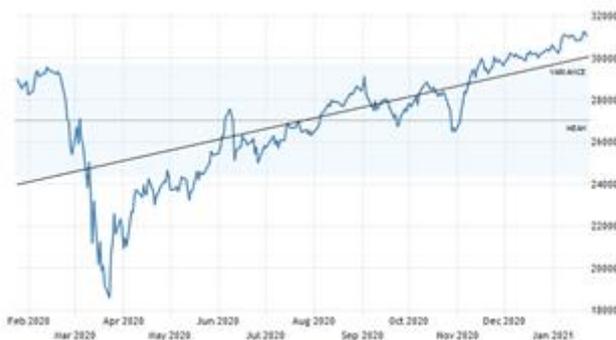


## Covid-19 Pandemie und fiktives Kapital

Weshalb steigen die Börsenindizes seit bald 40 Jahren unaufhörlich während die Reallöhne nahezu stagnieren und die Profitrate nur schwach wächst? Weshalb hat die Corona-Pandemie dazu geführt, dass die Aktienkurse fast durchs Band immer weitere Höhen erklimmen, während die Produktion fast überall eingebrochen ist? Wie lange kann dies noch «gut» gehen? Die Corona-Pandemie ist nicht nur eine Naturgewalt; sie ist eine Naturgewalt, die sich ihren Weg unter den Bedingungen des neoliberalen Kapitalismus bahnt und die Menschheit immer tiefer in mehrachsige Krisen verstrickt – sofern kein massenhafter Widerstand erwächst. Michael Roberts, der bekannte marxistische Ökonom geht im folgenden Beitrag diesen Fragen nach. Der Beitrag wurde von uns übersetzt und leicht bearbeitet. Sein [Blog](#) enthält zudem einige weitere Beiträge zu Fragestellungen der marxistischen politischen Ökonomie. [Redaktion]

*Michael Roberts.* Im Verlaufe eines Jahres der COVID-Pandemie brachen Produktion, Investitionen und Beschäftigung in fast allen Volkswirtschaften der Welt ein, da Sperren, soziale Isolation und die Schrumpfung des internationalen Handels die Produktion und die Ausgaben gedrosselt haben. Bei den Aktien- und Obligationenmärkten der grossen Volkswirtschaften war das Gegenteil der Fall. Die US-Börsenindizes (wie auch diejenigen in anderen imperialistischen Ländern) beendeten das Jahr 2020 auf einem Allzeithoch. Nach dem anfänglichen Schock der COVID-Pandemie und den darauffolgenden Schliessungen und Sperrungen, als die US-Aktienmarktindizes um 40% fielen, erholten sich die Börsen dramatisch und übertrafen schliesslich das Niveau von vor der Pandemie.

Figur 1: Der Verlauf des Dow Jones Aktienindex 2020 bis Januar 2021



Es ist klar, weshalb dies passiert ist. Dies kam durch die Einschliessung von riesigen Mengen von Kreditgeld in die Volkswirtschaften zustande. Die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve und andere grosse Banken haben durch den Kauf von Staatsanleihen von Banken und von Unternehmensanleihen eine Flut an Bargeld / Krediten in das Bankensystem und sogar direkt in Unternehmen gepumpt. Zudem wurden grosszügige direkte staatliche COVID-Kredite an Unternehmen vergeben. Die Zinssätze für diesen Kredit fielen gegen Null, und bei sogenannten «sicheren Vermögenswerten» wie Staatsanleihen wurden die Zinssätze sogar negativ. Obligationenkäufer zahlten der Regierung Zinsen, um deren Papiere zu kaufen!

Ein Grossteil dieser grosszügig vergebenen Kredite wurde nicht dazu verwendet, die Beschäftigten in Lohn und Beschäftigung zu halten oder die Geschäftstätigkeit der Unternehmen aufrechtzuerhalten. Stattdessen wurden die Kredite als sehr billige oder nahezu kostenlose Kredite verwendet, um mit finanziellen Vermögenswerten zu spekulieren. Was als «Margin Debt» bezeichnet wird, misst, wie viel Börsenkäufe durch Kreditaufnahme getätigt wurden. Die jüngste Margenverschuldung ist im Monatsvergleich um 7,7% gestiegen und befindet sich auf einem Rekordhoch.

## Fiktives Kapital bei Marx

Marx bezeichnete finanzielle Vermögenswerte, Aktien und Anleihen als «fiktives Kapital». Engels beschrieb den Sachverhalt hinter diesem Begriff erstmals in seiner frühen Arbeit zur Kritik der politischen Ökonomie von 1843/44, in der Schrift [Umriss einer Kritik der Nationalökonomie](#); und Marx entwickelte ihn im Band III des Kapital (Kapitel 25 und 29) weiter, wo er das fiktive Kapital als akkumulierte Ansprüche oder Rechtstitel auf zukünftige Einnahmen aus der kapitalistischen Produktion definierte; mit anderen Worten, Ansprüche auf «reales» Kapital, d.h. Kapital, das tatsächlich in physische Produktionsmittel und Arbeitskräfte investiert wird; oder auf Geldkapital, Bargeldmittel die vorgehalten werden. Ein Unternehmen sammelt Mittel für Investitionen usw. durch Ausgabe von Aktien und / oder Anleihen. Die Eigentümer:innen der Aktien oder Anleihen haben dann Anrecht auf einen entsprechenden Teil des zukünftigen Gewinns des Unternehmens. Für diese Ansprüche gibt es einen «Sekundärmarkt», d.h. für den Kauf und Verkauf dieser bestehenden Aktien oder Anleihen. ein Markt für die Zirkulation dieser Eigentumsrechte.

Aktien und Anleihen / Obligationen fungieren nicht als reales Kapital; sie stellen lediglich einen Anspruch auf künftige Profite dar. «Der Kapitalwert eines solchen Papiers ist... völlig illusorisch... Die Papiere gelten als Eigentumstitel, die dies Kapital vorstellen.» Marx fährt in seinen Ausführungen fort: «Die Aktien von Eisenbahn-, Bergwerks-, Schiffahrts- etc. Gesellschaften stellen wirkliches Kapital vor, nämlich das in diesen Unternehmungen angelegte und fungierende Kapital oder die Geldsumme, welche von den Teilhabern

vorgeschossen ist, um als Kapital in solchen Unternehmungen verausgabt zu werden. Wobei keineswegs ausgeschlossen ist, dass sie auch blossen Schwindel vorstellen. Aber dies Kapital existiert nicht doppelt, einmal als Kapitalwert der Eigentumstitel, der Aktien, und das andre Mal als das in jenen Unternehmungen wirklich angelegte oder anzulegende Kapital. Es existiert nur in jener letztern Form, und die Aktie ist nichts als ein Eigentumstitel, pro rata, auf den durch jenes zu realisierenden Mehrwert. A mag diesen Titel an B, und B ihn an C verkaufen. Diese Transaktionen ändern nichts an der Natur der Sache. A oder B hat dann seinen Titel in Kapital, aber C sein Kapital in einen bloßen Eigentumstitel auf den von dem Aktienkapital zu erwartenden Mehrwert verwandelt.» (MEW 25, 484f)<sup>1</sup>

Investor:innen (Spekulant:innen) an den Finanzmärkten kaufen und verkaufen diese finanziellen Vermögenswerte und treiben die Preise nach oben und unten. Wenn Bargeld (Liquidität) gebündelt auftritt, können Aktien- und Obligationenkurse in die Höhe schnellen, während Banken und Finanzinstitute immer neue Finanzinstrumente erfinden, in die sie investieren können. Wie Marx es ausdrückte: «Mit der Entwicklung des zinstragenden Kapitals und des Kreditsystems scheint sich alles Kapital zu verdoppeln und stellenweis zu verdreifachen durch die verschiedene Weise, worin dasselbe Kapital oder auch nur dieselbe Schulforderung in verschiedenen Händen unter verschiedenen Formen erscheint. Der grösste Teil dieses „Geldkapitals“ ist rein fiktiv.» Das gesamte Kapital scheint sich durch die verschiedenen Modi zu verdoppeln und manchmal zu verdreifachen, in denen dasselbe Kapital oder vielleicht sogar derselbe Anspruch auf eine Schuld in unterschiedlichen Formen in unterschiedlichen Händen erscheint.» (MEW 25, 488)

Die Zentralbanken werden zu Haupttreibern eines Booms bei Finanzanlagen. Wiederum, wie Marx vor etwa 150 Jahren sagte: «Soweit die Bank Noten ausgibt, die nicht durch den Metallschatz in ihren Gewölben gedeckt sind, kreiert sie Wertzeichen, die nicht nur Umlaufmittel, sondern auch zusätzliches – wenn auch fiktives – Kapital für sie bilden zum Nominalbetrag dieser ungedeckten Noten. Und dies Zusatzkapital wirft ihr einen zusätzlichen Profit ab.» (MEW 25, 557) Die Schaffung oder das «Drucken» von Geld durch die Zentralbanken liefert die Liquidität für Spekulationen an den Aktien- und Anleihenmärkten – wie wir dies bislang während der Covid-Pandemie gesehen haben.

### **Fiktives Kapital, Zins und Profitrate**

Marx rechnete damit, dass die Differenz zwischen den Zinssätzen und der Gesamtprofitrate die Börsenkurse antreibt. Während die Profitrate im Jahr 2020 fiel, stiegen die Börsenkurse aufgrund des sehr niedrigen Niveaus der langfristigen Zinssätze an; diese niedrigen Zinssätze wurden von Zentralbanken wie der US-amerikanischen Federal Reserve (oder auch der Schweizerischen Nationalbank, oder Europäischen Zentralbank) und anderen auf der ganzen Welt absichtlich herbeigeführt. Die «quantitative Lockerung» (Kauf von finanziellen Vermögenswerten mit billigen Krediten) hat sich in diesem Jahr der COVID-Pandemie verdoppelt und verdreifacht. Auf diesem Weg konnte die Gewinnspanne zwischen den Börsenerträgen und den Zinskosten aufrechterhalten werden.

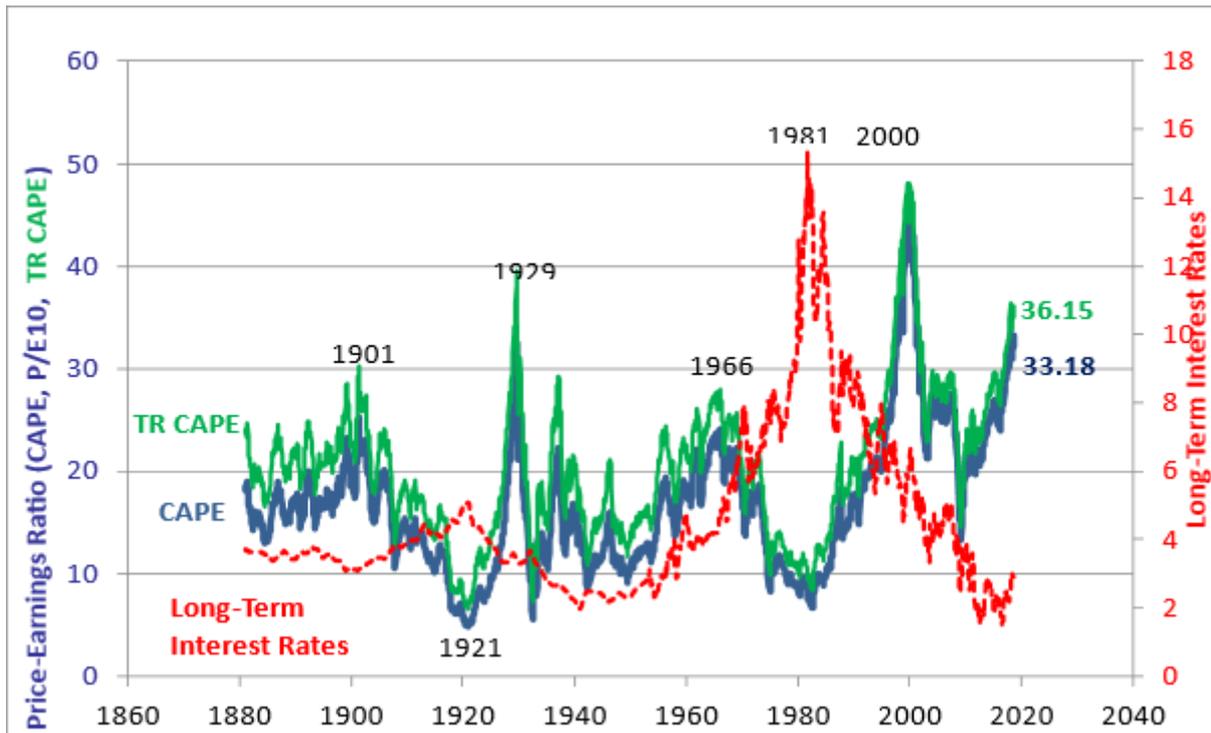
Aber hier liegt gerade der Knackpunkt. Der Aktienkurs eines Unternehmens muss schliesslich in einem gewissen Verhältnis zu den erzielten oder zu erwartenden Gewinnen über einen bestimmten Zeitraum stehen. Investor:innen messen den Wert eines Unternehmens anhand des Aktienkurses geteilt durch die jährlichen Profite. Wenn man alle von einem Unternehmen ausgegebenen Aktien zusammenzählt und mit dem Aktienkurs multipliziert, ergibt sich die «Marktkapitalisierung» des Unternehmens – mit anderen Worten, «was der Markt denkt», was das Unternehmen wert ist. Diese «Marktkapitalisierung» kann das Zehn-, 20-, 30-fache oder sogar ein darüberliegendes Mehrfache des jährlichen Profits betragen. Wenn die Marktkapitalisierung eines Unternehmens das 20-fache des Profits beträgt und man dessen Aktien besitzt, wird davon ausgegangen, dass 20 Jahre lang ein Anrecht auf entsprechende Gewinne in Form von Dividenden besteht, die dem Preis der Investition entsprechen.

Aus der untenstehenden Grafik (CAPE Shiller) ist ersichtlich, dass mit dem Sinken der langfristigen Zinssätze der Preis der Marktkapitalisierung von Unternehmensaktien im Verhältnis zu den Profiten gestiegen ist. Derzeit liegt dieser auf einem Niveau, das nur 1929 und während des Dot.com-Booms im Jahr 2000 übertroffen wurde.

### **Figur 2: Langfristige Korrelation von Zinssätzen und Aktienindices (USA)**

---

<sup>1</sup> Wir zitieren *Karl Marx, Das Kapital. Drittes Buch* als: MEW 25 (Karl Marx, Friederich Engels Werke, Band 25).



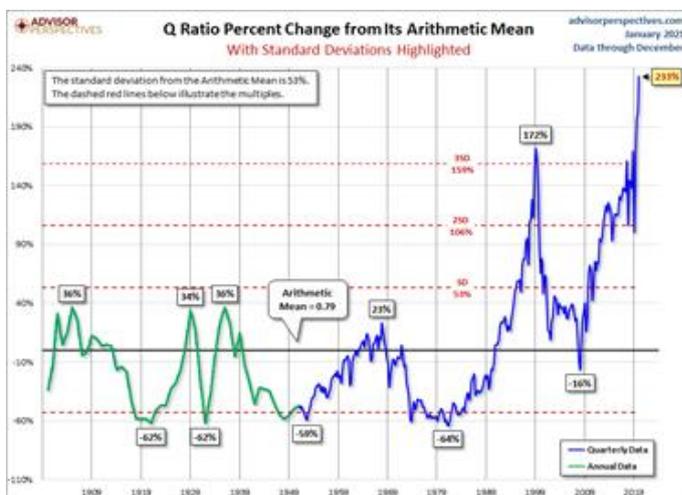
Wenn die Profite die Aktienkurse von Unternehmen antreiben, dann würden wir erwarten, dass, wenn die Profitrate im Kapitalismus steigt oder fällt, auch die Aktienkurse steigen würden. Um das zu messen, können wir eine Art Durchschnittspreis aller Unternehmensaktien auf einem Aktienmarkt berechnen, indem wir einen Korb von Aktienpreisen aus einer Reihe von Unternehmen verwenden und diesen indexieren. So erhalten wir einen Aktienmarktindex.

Bewegt sich der Börsenpreisindex also mit der Profitrate im Kapitalismus auf und ab? Die Antwort lautet: Ja, und zwar über einen längeren Zeitraum – nämlich über die Dauer des Profitzyklus, der aber auch 15-20 Jahre dauern kann. Auf kürzere Sicht fällt der Börsenzyklus nicht unbedingt mit dem Profitzyklus zusammen. Tatsächlich können die Finanzmärkte extreme Preisniveaus im Verhältnis zu den zugrundeliegenden Profiten, die in einer Volkswirtschaft entstehen, erreichen.

### Aktienmarkt und Realwirtschaft

Die gängigste Methode, um zu messen, wie weit der Aktienmarkt von der Realwirtschaft und den Profiten aus produktiven Investitionen abweicht, ist die Messung der Marktkapitalisierung von Unternehmen im Verhältnis zu den akkumulierten realen Vermögenswerten, die die Unternehmen besitzen. Dieses Mass wird Tobin's Q Ratio genannt, benannt nach dem linken Ökonomen James Tobin. Es nimmt die «Marktkapitalisierung» der Unternehmen auf dem Aktienmarkt (z.B. der Top-500-Unternehmen im so genannten S&P-500-Index) und teilt diese durch den Wiederbeschaffungswert der von diesen Unternehmen akkumulierten Sachwerten. Der Wiederbeschaffungswert ist der Preis, den Unternehmen zahlen müssten, um alle materiellen (und «immateriellen»?) Vermögenswerte in ihrem Besitz zu ersetzen (Anlagen, Ausrüstung, Software usw.).

Figur 3: Entwicklung der Tobin's Q-Ratio in den USA (S&P-500-Index)



Während den letzten 100 Jahren oder so liegt der durchschnittliche Mittelwert der Q Ratio bei etwa 0,78. Der Höchststand der Tobin-Q Ratio war auf dem Höhepunkt der Tech-Blase im Jahr 2000 und erreichte 2,17 – oder 174% über dem historischen Durchschnitt. Die Tiefststände wurden in den Einbrüchen von 1921, 1932 und 1982 erreicht mit etwa 0,28 oder 62% unter dem Durchschnitt. Aber in diesem Jahr der COVID-Pandemie hat Tobin's Q 233% über dem Mittelwert erreicht – ein neuer Rekord.

Ein weiteres nützliches Mass für den Wert des Aktienmarktes im Verhältnis zur Realwirtschaft ist der Buffett-Index. Benannt nach dem berühmten milliardenschweren Finanzinvestor, der sich an diesem Index orientiert, misst er den Geldwert aller Aktien und Anleihen im Verhältnis zur aktuellen Wirtschaftsleistung der Realwirtschaft (BIP). Auch hier zeigt sich, dass der Aktienmarkt im Jahr von COVID ein Rekordhoch relativ zur «Realwirtschaft» erreicht hat.

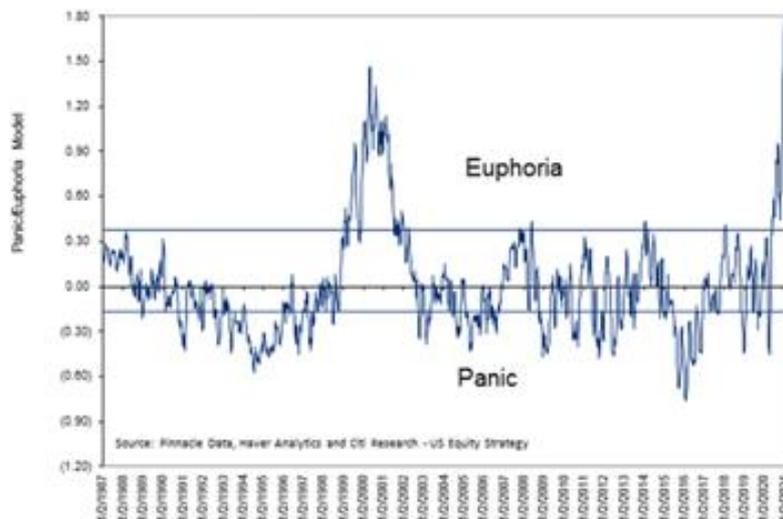
**Figur 4: Entwicklung des Buffet-Indikators (Gesamte Anleihen / Wirtschaftsleistung; USA)**



In der Tat herrscht bei den Finanzspekulant:innen absolute «Euphorie», da sie weiterhin erwarten, dass die Zentralbanken noch mehr Kredite und Bargeld in die Banken und Institutionen pumpen werden, zusammen mit einem wahrscheinlichen Abklingen der COVID-Pandemie im Jahr 2021, wenn die Impfungen verteilt werden. Man geht davon aus, dass sich die Unternehmensgewinne stark erholen werden, um die aktuellen Rekordstände der Aktienkurse zu rechtfertigen.

Citi Research hat einen «Euphorie/Panik»-Index entwickelt, der eine Reihe von Marktstimmungsindikatoren kombiniert. Seit 1987 hat der Markt in der Regel seinen Höhepunkt erreicht, wenn sich dieser Index der Euphorielinie näherte. Die beiden Ausnahmen traten während des Technologiebooms um die Jahrhundertwende ein, als er etwa drei Jahre in der Euphorie-Zone verharrte, und aktuell gerade während der COVID-Pandemie.

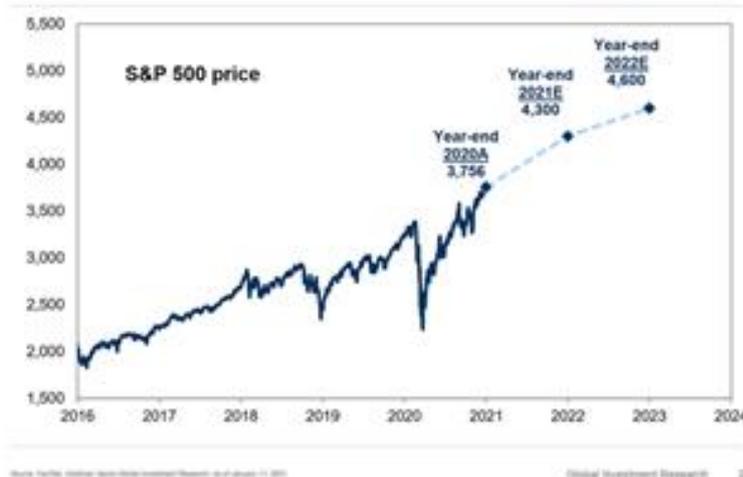
**Figur 5: Euphorie/Panik-Index der Börsen nach CitiGroup**



Dieser «Euphorie»-Index passt zu den Einschätzungen der mächtigsten Investmentbank der Welt, Goldman Sachs. Deren Experten prognostizieren für das Jahr 2021 einen weiteren Anstieg des US-Aktienmarktes um 15%.

**Figur 6: Mutmassliche Entwicklung des US-Aktienmarktes nach Goldman Sachs**

**Goldman Sachs** Path of the market: S&P 500 will end 2021 at 4300  
 S&P 500 ended 2020 at 3756; we forecast 14% rise in 2021 and 7% in 2022



Aber wie Marx erklärte, müssen sich irgendwann die Investitionen in Finanzanlagen den Erträgen der Realwirtschaft anpassen. Im Jahr von COVID brachen die Gewinne der meisten Unternehmen um 25-30% ein.

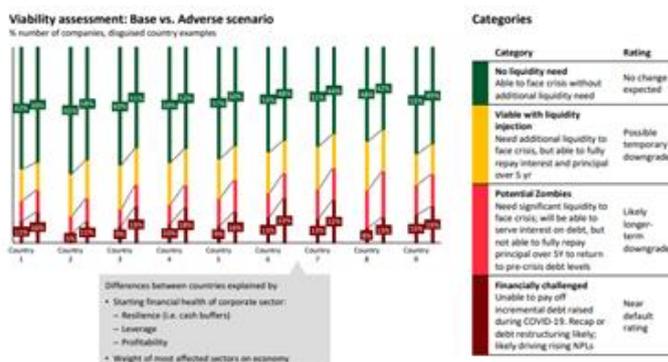
**Um die Ecke lauert unausweichlich die Wahrheit**

Goldman Sachs und andere Börsenspekulant:innen scheinen davon überzeugt zu sein, dass die Gewinne in diesem Jahr wieder ansteigen werden, wie um sich selbst zu versichern, dass sich der Preis des fiktiven Kapitals nicht als fiktiv herausstellt. Aber das scheint unwahrscheinlich. COVID-19 ist noch nicht vorbei und die Verteilung der Impfungen wird bis weit in dieses Jahr hinein in Anspruch nehmen, um das Niveau der notwendigen sogenannten «Herdenimmunität» zu erreichen; das setzt jedoch voraus, dass die Impfstoffe auch mit den neuen COVID-Varianten fertig werden.

Ausserdem war der Börsenboom des Jahres 2020 wirklich nur auf einige wenige Unternehmen beschränkt. Im Jahr von COVID-19 stieg der S&P 500 Index um 18,4%, aber das Portfolio von FAAAM (Facebook, Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft) plus Netflix stieg um 55%. Der Beitrag dieser letzteren Gruppe zum Wachstum des S&P 500 Index betrug 14,35%. Der Rest der S&P-Unternehmen legte also nur 4,05% zu.

Die meisten Unternehmen haben im Jahr 2020 Geld verloren. Und es gibt einen Schwarm von Unternehmen, die meisten davon ausserhalb der Top 500, die sich in grossen Schwierigkeiten befinden. Die Erträge sind niedrig oder negativ und selbst bei Kreditkosten nahe Null verdienen diese «Zombie»-Firmen nicht genug, um nur schon die Zinsen für bestehende geschweige denn für neue Kredite zu decken. Diese «finanziell herausgeforderten» Zombies machen in den meisten Volkswirtschaften etwa 20% der Unternehmen aus.

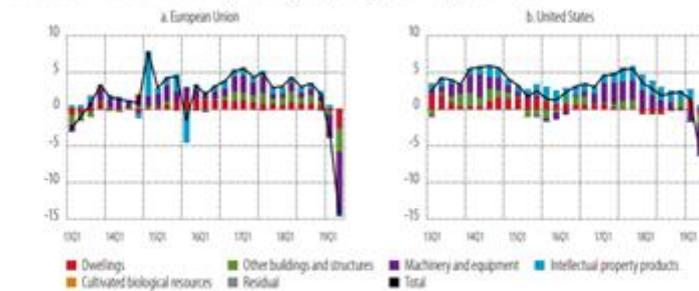
**Figur 7: Zunehmende Anzahl von Unternehmen in finanziellen Engpässen**



Schon vor der Pandemie trugen die Zombie-Unternehmen zu einer deutlichen Verlangsamung der Unternehmensinvestitionen bei. Da so viele Unternehmen in Schwierigkeiten sind, gibt es kaum Aussichten auf einen grossen Sprung in eine Erholung bei Investitionen und Profiten in diesem Jahr.

**Figur 8: Reelle gesamtwirtschaftliche Fixkapitalbildung, nach Wirtschaftssector**

**Figure 2**  
Real GFCF and contribution by asset type (% change from a year earlier)



Source: Eurostat and OECD national accounts; EIB staff calculations.  
Note: Panel a shows data for the European Union without Ireland, due to high volatility of Irish investment data that obscures EU-wide developments.

Die Zentralbanken werden den Banken und Unternehmen weiterhin «Liquidität» zur Verfügung stellen, um an den Finanzmärkten zu spekulieren. Das fiktive Kapital wird sich also weiter ausbreiten – schliesslich ist die Spekulation an den Finanzmärkten, wie Engels schon sagte, ein wichtiger Gegenfaktor zur sinkenden Rentabilität in der «Realwirtschaft».

Aber alle guten Dinge müssen ein Ende haben. Vermutlich bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 werden die Regierungen versuchen, ihre Fiskalausgaben zu kürzen, und die Zentralbanken werden das Tempo ihrer Grosszügigkeit drosseln. Dann werden sich die extremen Niveaus der Aktien- und Anleihekurse im Verhältnis zu den Gewinnen und dem Sachkapital wahrscheinlich umkehren, so wie es ein Jo-Jo tut, wenn die Schnur zurück in die Realität gezogen wird, um sich an einem Fixpunkt (Realkapital) einzupendeln.

Quelle: [thenextrecession.com...](http://thenextrecession.com...) vom 27. Januar 2021; Übersetzung und Bearbeitung durch Redaktion [maulwuerfe.ch](http://maulwuerfe.ch)