

## EDITORIAL

### Wege aus der stürmischen Krise

Die Botschaft der am 14. und 15. April 2009 in Hamburg gemeinsam mit dem Finanzplatz Hamburg e.V. veranstalteten Konferenz „Kapitalmärkte im Umbruch“ ist deutlich: Die Wege aus der Finanzkrise werden langwierig sein und deren Ursachen müssen mit unterschiedlichen Maßnahmen bekämpft werden. Der Hauptredner, Prof. Dr. Axel A. Weber, Präsident der Deutschen Bundesbank, wies angesichts des Rufes nach Maßnahmen unkonventioneller Geldpolitik darauf hin, dass das geldpolitische Handeln in Deutschland die starke Rolle der Banken für das kontinentaleuropäische Finanzsystem berücksichtigen sollte. Damit meint er, dass weiterhin zusätzliche Erleichterungen für die Refinanzierung von Banken, etwa eine Verlängerung der Laufzeit der Liquiditätsoperationen, Priorität haben sollten. Direkte Eingriffe in den Kapitalmarkt sollten nach Weber hintan stehen.

Im Leitartikel der aktuellen Ausgabe greifen die Autoren einen anderen Aspekt der stürmischen Umbrüche vor dem Hintergrund der derzeitigen Krise auf und schildern die langfristigen Perspektiven von Investitionen in Sachwerte – vor allem auf den Schiffahrts- und Immobilienmärkten. EL

## IN DIESER AUSGABE

Langfristige Perspektiven von  
Anlagen in Sachwerte Seite 1/2

Die Anerkennung von im Ausland  
erworbenen Qualifikationen im  
medizinischen Sektor Seite 3

Der Faktor Zufall im Fußball Seite 4

## SACHWERTE

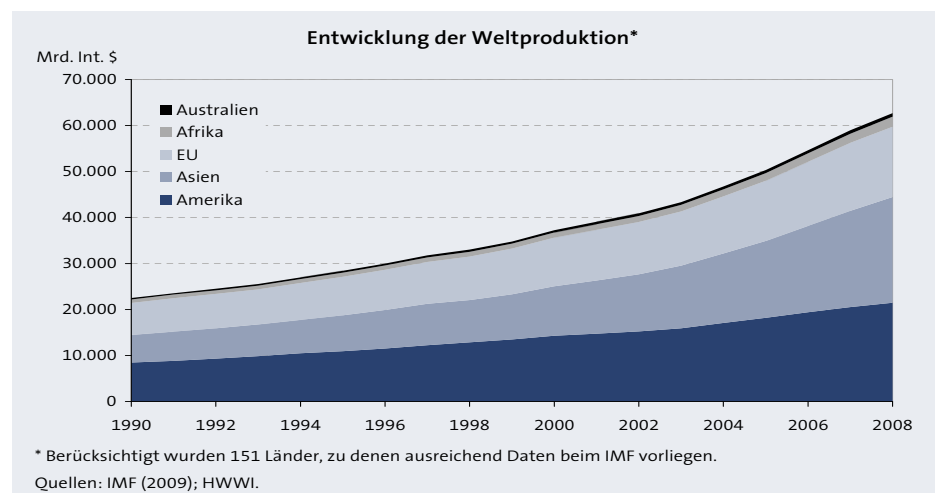
# Langfristige Perspektiven von Anlagen in Sachwerte

Die erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten, die Talfahrten von Aktienkursen sowie die Veränderung der relativen Attraktivität unterschiedlicher Anlageformen beeinflussen die Investitionsentscheidungen von Anlegern. Ein Aspekt, der im Zusammenhang mit den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Entwicklungen besonderes Interesse auf sich zieht, ist die – insbesondere langfristige – Rentabilität von Investitionen in Sachwerte und ihre Bedeutung als Alternative zu anderen Anlageformen. Von Michael Bräuninger, Silvia Stiller und Henning Vöpel

Der fundamentale Wert einer Anlage, wie zum Beispiel von Aktien, Anleihen oder Sachwerten, bestimmt sich als die Summe aller zukünftigen auf den heutigen Zeitpunkt abdiskontierten Ein- und Auszahlungen, die durch das Halten dieser Anlage entstehen. Der Fundamentalwert einer Anlage bestimmt sich somit aus den Zukunftserwartungen der jeweiligen Investoren. Diese sind in der Regel unterschiedlich: Informationen über die Sicherheit und Höhe zukünftiger Zahlungsströme, die eigene Risikoneigung sowie Alternativenanlagen determinieren letztlich die individuelle Bewertung. Treffen nun verschiedene Akteure mit unterschiedlicher Bewertung

einer Anlage auf einem Markt aufeinander, entstehen durch Handel Marktpreise. Die tatsächliche Rendite des Investments ergibt sich schließlich aus den realisierten Zahlungen und der Veränderung des Kurswertes.

Umgekehrt stellt die Rendite einen Knappheitsindikator dar. Weichen Renditen verschiedener Anlagen voneinander ab, kommt es zu Investitionen und einer Reallokation des Kapitals, wodurch sich die Kurswerte von Anlagen verändern. Die Entwicklung von Kurswerten und Renditen wird aber auch durch andere Faktoren getrieben, insbesondere durch die Liquidität und Risikostruktur einer Anlage. Ist



beispielsweise ein Wertpapier nur eingeschränkt handelbar, dann erwartet der Investor für die Zeit des Engagements eine Kompensation für die von ihm in Kauf genommene Einschränkung seiner finanziellen Flexibilität und somit einen Renditeaufschlag relativ zu liquideren Anlagen (Liquiditätsprämie). Zudem erfordern auch höhere Risiken relativ bessere Renditeentwicklungen (Risikoprämie).

**In einer globalisierten Welt wird die Rendite von Sachwerten wesentlich durch das Wachstum der Weltwirtschaft und das Fortschreiten der internationalen Arbeitsteilung bestimmt.** Darüber hinaus erlaubt der freie Kapitalverkehr die bestmögliche Verwendung des Kapitals und die Wahl zwischen Anlageobjekten weltweit. Die reale Weltproduktion ist in den letzten Jahren auch infolge dieser Prozesse deutlich gestiegen (siehe Grafik).

Zwei spezielle Märkte sind besonders geeignet, die Zusammenhänge von Wachstum, Globalisierung und Rentabilität auf der einen und die Bedeutung verschiedener Anlageformen auf der anderen Seite zu illustrieren. Der Schifffahrtmarkt ist wie kein anderer Markt von den globalen Warenströmen und damit von den Wachstums- und Handelstrends der Weltwirtschaft bestimmt. Darüber hinaus sind Schiffe naturgemäß mobil und können in den verschiedenen Weltregionen flexibel eingesetzt werden. Ein in gewisser Weise völlig konträrer Markt ist der für Immobilien. Diese sind naturgemäß regional gebunden und damit von der regionalen Bevölkerungs- und Wirtschaftsentwicklung abhängig. So unterscheidet sich beispielsweise die Entwicklung der Renditen für Gewerbeimmobilien zwischen Boomregionen und ökonomisch stagnierenden Regionen deutlich.

**Mit der im vierten Quartal 2008 einsetzenden weltweiten Rezession ist der Welthandel absolut rückläufig.** Damit ist auch die Nachfrage nach Transportkapazität in der Schifffahrt drastisch gesunken. Da in den letzten Jahren sehr viele Schiffe neu in den Dienst genommen wurden und darüber hi-

naus erhebliche Kapazitäten geordert wurden, sind Frachtraten und Charraten massiv eingebrochen. Zum Teil ist bereits eine gewisse Korrektur dieser Entwicklung zu erkennen. Mittelfristig werden sich die Globalisierung und das Wachstum der Weltwirtschaft fortsetzen. Sofern das Wachstum der Welthandelsexporte beginnend mit dem Jahr 2011 wieder dem Durchschnitt der vergangenen fast 30 Jahre entspricht, ergibt sich daraus bis 2020 eine Nachfragesteigerung um mehr als 55 Prozent.

Das weltweite Orderbuch erreichte im September 2008 einen Höchststand von über 610 Millionen DWT (dead weight tonnage), bis zum März 2009 ist die neu hinzukommende Kapazität durch Ablieferungen und Stornierungen auf etwa 560 Millionen DWT gesunken. Die derzeitigen Bestellungen führen dazu, dass die gesamte Transportkapazität in den nächsten Jahren steigt. Damit wird das Angebot an Transportkapazität in den nächsten Jahren, wie auch schon in den vergangenen Jahren, deutlich schneller als die Nachfrage steigen. Zunächst bedeutet dies eine Normalisierung: Betrachtet man rückwirkend die Entwicklung seit 1990, so ist der seewärtige Handel fast durchgehend stärker als die Transportkapazität gewachsen. Als Folge der Normalisierung gehen Fracht- und Charraten zurück. Dies wird auch die Anreize in Neubauten zu investieren reduzieren. Damit wird das Wachstum der Transportkapazität abgeschwächt, so dass es sich dem des Seehandels annähert. Insofern könnte der vehemente kurzfristige Einbruch dazu führen, dass die zyklische Abwärtsbewegung nur sehr kurz ist. In diesem Fall sollte es bei einem sich wieder belebenden Welthandel relativ schnell zu steigenden Charraten kommen.

**Bei Immobilien kann insbesondere der gewerbliche Mietraum vor allem in Städten mit sehr hoher Arbeitsplatzdichte in den nächsten Jahren zu einem knappen Gut werden.** Architektonische Innovationen und der Hochhausbau werden jedoch aller Wahrscheinlichkeit nach dieses Problem lösen können und zudem neue Möglichkeiten für Investitionen bieten.

Die Umstrukturierung von ehemals Raum vereinnahmenden, niedrig gebauten und schlecht ausgestatteten Industrieimmobilien zu Hochhäusern modernster und hervorragend technisierter Art für Dienstleistungszentren begründet immensen Investitionsbedarf. Zudem beeinflussen Privatisierungstendenzen im Bereich öffentlicher Unternehmen die Immobilienmärkte in Städten. So werden beispielsweise immer mehr Krankenhäuser von privater Hand übernommen, die somit für Investoren zugänglich werden.

**Wirtschaftsstrukturelle Veränderungen, fortschreitende Urbanisierung und steigende Einkommen werden die Renditen für Gewerbeimmobilien mittel- bis langfristig prägen.** Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die räumliche Entwicklung in Europa stark differenziert ausfällt. Während die ökonomischen und demografischen Prognosen für verstärkte Regionen und europäische Agglomerationsräume weiteres Wachstum implizieren, verlieren die ländlichen und peripheren Regionen in weiten Teilen Europas den wirtschaftlichen Anschluss. Die zukünftige Entwicklung dieser Regionen wird geprägt durch rückläufige Bevölkerungszahlen, den Abbau von Arbeitsplätzen und verhaltener Produktivitätsentwicklung, was sich in steigenden Leerstandsquoten für Immobilien widerspiegeln wird. Relevant für die Entwicklung der Renditen für Gewerbeimmobilien in Europa ist zudem, dass in zahlreichen Regionen Osteuropas – insbesondere in den Städten – mittel- bis langfristig weiterhin dynamische ökonomische Aufholprozesse stattfinden werden, die von einer steigenden Nachfrage nach Gewerbeimmobilien geprägt sein werden. Dies wird sowohl durch den expandierenden Bereich der Büroflächen wie auch durch den Anstieg der Kaufkraft bedingt, der Rückwirkungen auf den Bedarf an Einzelhandels- und Industrieflächen hat.

#### HWWI POLICY REPORT

Bräuninger, M.; S. Stiller; H. Vöpel (2009): Langfristige Perspektiven von Anlagen in Sachwerten, HWWI Policy Report, Nr. 11.

# Die Anerkennung von im Ausland erworbenen Qualifikationen im medizinischen Sektor

Die Nicht-Anerkennung von im Ausland erworbenen Qualifikationen stellt eine der größten Barrieren für die erfolgreiche Arbeitsmarktintegration von Migrantinnen und Migranten dar. Dies wurde zwar in einer Vielzahl von Studien auf nationaler und internationaler Ebene bestätigt, jedoch gibt es kaum Untersuchungen über die in einzelnen Ländern angewandten Ansätze, Verfahren und Maßnahmen zur Anerkennung von Abschlüssen und Bewertung von Fähigkeiten. Im Februar 2009 fand im HWWI ein Workshop mit Experten aus Australien, Deutschland, Israel, den Niederlanden, Portugal, dem Vereinigten Königreich sowie der UNESCO und World Health Organization (WHO) statt, bei dem Aspekte wie die Zuwanderungsgeschichte, Migrationssteuerung, Bedarfe aus den Arbeitsmärkten – insbesondere im medizinischen Sektor – sowie Praktiken bei der Anerkennung von Qualifikationen diskutiert wurden. *Von Tanja El-Cherkeh und Tilman Weber*

Laut Teilnehmerin der WHO zeichnet sich weltweit ein Mangel an medizinischem Fachpersonal ab; im Jahr 2006 fehlen geschätzte 4,3 Millionen Arbeitskräfte im Gesundheitsbereich. Die Versorgungssituation in Europa ist zwar noch überdurchschnittlich gut, doch befürchtet die Europäische Union (EU) eine Verschärfung der Situation, bedingt durch die Alterung der (Erwerbs-)Bevölkerung und einen steigenden Bedarf an geschultem Personal zur Handhabung modernster Medizintechnik.

**Für Deutschland stellt sich nicht nur das Problem der demografischen Entwicklung. Auch sind die Absolventenzahlen in medizinischen Fächern rückläufig.** Hinzu kommt, dass ein erheblicher Anteil an Ärztinnen und Ärzten und Gesundheitsfachkräften nicht auf Dauer im medizinischen Sektor bleibt oder ins Ausland abwandert. Experten gehen daher davon aus, dass es in Deutschland in naher Zukunft einen ernsthaften Versorgungsengpass geben wird, der sich bereits in einigen östlichen und ländlichen Gebieten abzeichnet. Gleichzeitig gibt es eine beachtliche Anzahl an ausländischen Ärztinnen und Ärzten sowie medizinischen Fachkräften, denen erhebliche Hindernisse in den Weg gelegt werden, wenn sie eine ihren Qualifikationen entsprechende Beschäftigung aufnehmen wollen. Ärztinnen und Ärzten, Krankenpflegerinnen und -Pfleger sowie Fachkräfte im Gesundheitsbereich sind in Deutschland – neben den bundeseinheitlichen Regelungen durch das Zuwanderungsgesetz – weitergehenden berufsrechtlichen Vorschriften unterworfen. Sofern sie ihre

Ausbildung außerhalb der EU absolviert haben, müssen sie ihre Diplome und Arbeitserfahrungen anerkennen lassen. Dies ist grundsätzlich sicherlich notwendig, um einheitliche Qualitätsstandards in der Leistungserbringung zu sichern. Jedoch obliegt die Gestaltung und Durchführung der notwendigen Prüfungen den Bundesländern, wodurch ein schwer zu erfassendes Nebeneinander von wenigstens 16 verschiedenen Ordnungsinstanzen mit unterschiedlichen Regelungen entsteht. Hinzu kommen unterschiedliche Maßgaben je nach Aufenthaltsstatus und nach Einreisemotivation.

**Abgesehen von wenigen Ausnahmen, erhalten ausländische Ärztinnen und Ärzte in Deutschland keine Approbation, sondern eine befristete Berufserlaubnis,** die auf einen Arbeitgeber oder einen Tätigkeitsbereich (oft als Assistenzarzt) beschränkt werden kann; teilweise ist ein erneuter Antrag nach nur einem Jahr erforderlich. Darüber hinaus muss der Arbeitgeber häufig beweisen, dass der Arbeitsplatz ausgeschrieben, aber kein angemessen qualifizierter Deutscher oder EU-Staatsbürger gefunden wurde. Angesichts dieser bürokratischen Hürden schrecken viele potenzielle Arbeitgeber davor zurück, Nicht-EU-Staatsbürger einzustellen. Hinzu kommt, dass bisher kein Bundesland Informationsmaterialien für Migrantinnen und Migranten leicht zugänglich zur Verfügung stellt, auch werden keine Unterstützungsangebote, wie Sprach- und Vorbereitungskurse, angeboten. Im Gegenteil, Studien haben gezeigt, dass Migrantinnen und Migranten häufig falsch informiert wurden. Langjäh-

rige Hindernisläufe führen letztendlich zur Resignation, und qualifizierte Fachkräfte nehmen Tätigkeiten an, die weit unter ihrem Qualifikationsniveau an. Damit bleibt Humankapital oft ungenutzt – mit negativen Konsequenzen nicht nur für die Betroffenen, sondern auf längere Sicht auch für die Gesellschaft.

In anderen Ländern, die sich bereits seit geraumer Zeit dem drohenden Mangel an medizinisch versiertem Fachpersonal bewusst sind, sieht dies anders aus. Australien beispielsweise betreibt eine umfangreiche Informationspolitik und hat eine Reihe von Maßnahmen entwickelt, die die erfolgreiche Arbeitsmarktintegration fördern sollen: Potenzielle Einwanderer erhalten alle notwendigen Informationen online, inklusive einer Auflistung internationaler Universitäten und Abschlüsse, die anerkannt werden. Nach ihrer Ankunft werden den Zuwanderern Schulungen über das australische Gesundheitssystem, Sprachkurse mit Fachtermini und inhaltliche Vorbereitungskurse für den Sprachtest und die medizinischen Prüfungen oder alternativ eine 12-monatige praxisbezogene Tätigkeit unter Aufsicht angeboten. Auch Kanada setzt auf transparente Informationen im Internet vor der Einreise. Dazu gehört ebenfalls die Möglichkeit, die eigene Qualifikation bereits vor der Einreise testen und zertifizieren zu lassen. Außerdem werden fachspezifische Sprachkurse vor der Einreise angeboten.

Letztendlich geht es um die Frage, wie Humankapital – ein weltweit wertvolles und knappes Gut – gewürdigt wird.

# Der Faktor Zufall im Fußball

Im Fußball fallen nur wenige Tore. Es ist daher oft schwierig, sportliche Überlegenheit auch in einen zählbaren Erfolg umzusetzen. Entsprechend groß ist aufgrund von Fehlentscheidungen der Schiedsrichter, Pfostenschüssen, abgefälschten Toren oder Verletzungen von Spielern der Einfluss des Faktors Zufall auf das Spielergebnis. Der Zufall kann die Dynamik eines Spiels und sogar einer ganzen Saison beeinflussen. Nicht selten spielen personell fast identische Mannschaften eines Vereins mal um die Meisterschaft, mal gegen den Abstieg.

Von Henning Vöpel

Erfolg und Misserfolg im Fußball machen aus Spielern und Trainern entweder Helden oder Versager. Neben Finanzkraft und Managementqualität hat der bloße Zufall jedoch einen oft spielentscheidenden Einfluss auf das Ergebnis. Für die Saison 2007/08 ist einer HWWI-Studie der Einfluss des Faktors Zufall in der Bundesliga und in der Premier League untersucht worden. Dabei geht es nicht darum, inwieweit der Zufall das genaue Spielergebnis – ein 3:0 oder ein 4:2 – beeinflusst, sondern den Unterschied zwischen Sieg, Unentschieden oder Niederlage ausmacht. Anhand von Wettquoten können die Siegwahrscheinlichkeiten und daraus abgeleitet der Einfluss des Zufalls quantifiziert werden. Ausgehend von der Annahme informationseffizienter Wettmärkte („Effizienzmarkthypothese“) spiegeln die Wettquoten die wahre Stärke der gegeneinander antretenden Mannschaften wider. Wettquoten müssen so kalkuliert sein, dass der Gewinnerwartungswert für jede Wette gleich ist – denn damit existiert ein Gleichgewicht auf dem Wettmarkt. Entsprechend sind die im Gleichgewicht gesetzten Geldbeträge für alle angebotenen Wetten identisch. Unter dieser Voraussetzung entsprechen die Wettquoten zugleich der besten Prognose und es sind keine systematischen Gewinne realisierbar.

Besonders interessant sind die Zufallsmomente mit Interdependenzen zwischen Glück und Tagesform oder auch solche intertemporaler Natur. Ein glücklicher Umstand zu einem relativ frühen Zeitpunkt des Spiels kann sich positiv auf die Tagesform auswirken oder den Spielver-

lauf dahingehend beeinflussen, dass die Taktik der Teams sich verändert. Die intertemporalen Interdependenzen müssen sich allerdings nicht auf ein einzelnes Spiel beschränken, sondern können ganze Glücks- oder Pechsträhnen verursachen. Siege stärken und Niederlagen reduzieren das Selbstvertrauen für künftige Spiele. Die Erklärung des Zufalls durch den französischen Mathematiker Poincaré bringt die zuletzt geschilderten Zusammenhänge auf den Punkt: „Eine sehr kleine Ursache, die uns verborgen bleibt, verursacht einen beträchtlichen Effekt, den wir nicht übersehen können, und dann sagen wir, dieser Effekt sei zufallsbedingt... Es kann vorkommen, dass kleine Differenzen bei den Anfangsbedingungen zu sehr großen Differenzen bei den endgültigen Phänomenen führen... Die Vorhersage wird unmöglich, und wir haben eine zufällige Entscheidung.“

**In der Bundesliga beträgt der Einfluss des Zufalls auf den Spielausgang durchschnittlich 52,7 Prozent und in der Premier League 49,5 Prozent.** Im Vergleich der jeweils ersten Fünf zeigt sich, dass die Spiele der Premier League mit 54,7 Prozent stärker vom Zufall beeinflusst werden als in der Bundesliga mit 53,5 Prozent. Aussagen über die sportliche Ausgeglichenheit innerhalb einer Liga lassen sich anhand der komplet-

ten Verteilung der Siegwahrscheinlichkeiten treffen. Hier hat sich gezeigt, dass die Bundesliga sportlich nur wenig ausgeglichener ist als die Premier League. Die Ligaspitze ist aber in der Premier League ausgeglichener als in der Bundesliga. Insgesamt unterscheiden sich die Strukturen beider Ligen jedoch überraschend wenig. So weisen Bayern München und Manchester United als Meister mit rund 60 Prozent fast identische Siegwahrscheinlichkeiten.

Für den Fan ist es wichtig, dass eine Balance besteht zwischen dem Ausmaß an Zufall, der Spannung bedeutet, und dem Grad an Ergebnisgerechtigkeit, der am Ende einen gerechten und fairen Sieger garantiert. Vor dem Hintergrund, dass die Premier League sportlich stärker, aber kaum weniger ausgeglichen ist als die Bundesliga, stellt sich die Frage, ob der ligainterne Finanzausgleich in der Bundesliga zur Erhöhung der sportlichen Ausgeglichenheit seinen Zweck wirklich erfüllt bzw. ob der Preis einer geringeren internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Bundesliga vor diesem Hintergrund nicht zu hoch ist.

## Thomas Straubhaar erhält erstes Helmut-Schmidt-Stipendium der ZEIT-Stiftung an der Transatlantic Academy in Washington

Zu deren Jahresthema „Turkey and its Neighbors: Implications for the Transatlantic Relationship“ untersucht Straubhaar, wie sich die (Nicht-)Aufnahme der Türkei in die EU auf die Ursachen und Folgen der Migration zwischen der Türkei und der EU auswirken wird. Informationen zur Transatlantic Academy finden Sie unter [www.transatlanticacademy.org](http://www.transatlanticacademy.org).

## HWWI RESEARCH PAPER

Quitza, J.; H. Vöpel (2009): Der Faktor Zufall im Fußball. Eine empirische Untersuchung für die Saison 2007/08, HWWI Research Paper, 1-22.