

Zentrum für Europäische Integrationsforschung
Center for European Integration Studies
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn



Stefan H Lutz

**EUROPÄISCHE
STEUERKOORDINATION UND
DIE SCHWEIZ**

Working Paper

ISSN 1436-6053



Zentrum für Europäische Integrationsforschung
Center for European Integration Studies
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Walter-Flex-Straße 3
D-53113 Bonn
Germany

Tel.: +49-228-73-9218
Fax: +49-228-73-1809
<http://www.zei.de>

**B 03
2003**

Europäische Steuerkoordination und die Schweiz

29. Januar 2003

Stefan H Lutz¹

ZEW, Mannheim

Abstract

Even though the introduction of the Euro did not necessitate tax harmonization per se, it is expected to lead to increasingly harmonized taxation in practice. This harmonization process will mainly take the form of negotiations on the level of EMU, where political recommendations will be formulated. In addition, individual nations will be under increasing pressure to harmonize taxes in order to curb capital outflow and tax evasion. Judging from the current state of EU negotiations, corporate taxes are likely to decline in the wake of the harmonization process, while withholding taxes may be adjusted upwards. VAT rates harmonization will likely be upwards as well. Further implementation of the source principle in Swiss taxation will likely lead to changes in the portfolio choices of foreign investors in Switzerland; the share of Swiss bonds held by EU-investors will increase.

Keywords: Tax Coordination, Portfolio Choice, Withholding Tax

JEL Classification: H20, H73, H77, G11, G15

¹ Kontaktadresse: Stefan H. Lutz, Ph.D., Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Industrieökonomik und Internationale Unternehmensführung, Postfach 10 34 43, D-68034 Mannheim, Deutschland, Tel: +49-621-1235-295 (Fax: -170), Email: lutz@zew.de. Ich bedanke mich für vielfältige Hilfe bei Patrick Laager, Oliver Adler, Robert Schwager und Michael Schröder, sowie für Forschungsassistenz bei Hanno Rieping. Alle verbleibenden Unzulänglichkeiten gehen jedoch zu meinen Lasten.

Europäische Steuerkoordination und die Schweiz

Das Wichtigste in Kürze

Obwohl die Einführung des Euro nicht per se eine Steuerharmonisierung erforderte, wird sie doch aufgrund des erhöhten Steuerwettbewerbs zu mehr und mehr harmonisierten Steuern führen. Dieser Harmonisierungsprozess wird wesentlich durch Verhandlungen auf der EU-Ebene geprägt sein, die zu EU-weiten wirtschaftspolitischen Vereinbarungen und Empfehlungen führen werden. Der Harmonisierungsdruck für einzelne Mitgliedsländer ist eine Folge des erhöhten Steuerwettbewerbs, der für Hochsteuerländer die Gefahr von Kapital- und Steuerflucht beinhaltet.

Nach dem jetzigen Stand der EU-Verhandlungen ist es wahrscheinlich, dass Unternehmenssteuern und persönliche Einkommensteuern tendenziell sinken werden. Bei den Quellensteuern sowie den Mehrwertsteuern ist eine Anpassung nach oben wahrscheinlich.

Die Steuerreform in Deutschland hat möglicherweise wegweisende Bedeutung für Europa. Die Reform sieht eine stufenweise leichte Einkommensteuerentlastung der privaten Haushalte vor, die durch "ökologische" Steuererhöhungen im Unternehmensbereich gegenfinanziert werden soll.

Mit zunehmender Integration der europäischen Märkte wird die Bedeutung der Besteuerung als unternehmerischer Wettbewerbsfaktor in den nächsten Jahren weiterhin zunehmen. Damit wird Besteuerung auch ein wesentlicher Faktor in der internationalen Standortauswahl von Unternehmen sein.

Die Auswirkungen der zu erwartenden Änderungen europäischer Steuerregulierungen für das europäische Bankensystem insgesamt sind zur Zeit nur schwer abzuschätzen. Die Schweiz wird wahrscheinlich in absehbarer Zeit zwischen Angleichung der Quellensteuer an EU-Regeln, inklusive Einführung des Zahlstellenprinzips, und weitgehender Aufgabe des Bankgeheimnisses wählen müssen.

Die Einführung des Zahlstellenprinzips in der schweizerischen Quellensteuerregelung wird zu Änderungen der Anlageentscheidungen ausländischer Investoren in der Schweiz führen. Wahrscheinlich werden die Anteile schweizerischer Obligationen in den Bondportfolios von EU-Investoren bei schweizerischen Banken stark zunehmen. Dies könnte einer zukünftigen Erosion des schweizerischen Zinsbonus gegenüber der EU entgegenwirken. Eine massive Abwanderung von EU-Investitionen bei schweizerischen Banken ist aber eher unwahrscheinlich.

Gliederung

1. Steuer- und Fiskalpolitische Entwicklungen in der Europäischen Währungsunion
 - 1.1. Ausgangslage
 - 1.2. Steuerkoordination in der EU
 - 1.3. Steuerkoordination in der OECD
 - 1.4. Zukünftige steuerpolitische Entwicklungen
2. Implikationen für die Schweiz
 - 2.1. Allgemein
 - 2.2. Auswirkungen auf das schweizerische Offshore Privatkundengeschäft
3. Strategien für die Schweiz und die schweizerischen Banken
 - Quellenverzeichnis
 - Anhang

1. Steuer- und Fiskalpolitische Entwicklungen in der Europäischen Währungsunion²

1.1. Ausgangslage

Allgemeines

Durch den technischen Fortschritt und die weltweiten Liberalisierungsanstrengungen der letzten Jahre hat die internationale Kapitalmobilität stark zugenommen. Darüber hinaus wird der Abbau der Währungsschranken innerhalb der EWU die Finanzmarktintegration noch verstärken. Auf Grund dieser Entwicklungen wird es für die Anleger zusehends leichter, Vermögenswerte ins Ausland zu transferieren. In der Folge sehen sich die nationalen Steuerbehörden vermehrt vor die Frage gestellt, wie derartige ins Ausland transferierte Vermögenswerte von Steuerzahlern erfasst werden können. Vor diesem Hintergrund sind in den letzten Jahren im Rahmen der EU und der OECD Bestrebungen für eine verstärkte internationale Kooperation bei der Besteuerung von Vermögenserträgen in Gang gekommen. Die Schweiz wird sich einer solchen Kooperation auf Dauer nicht entziehen können. Dadurch werden einige regulatorische Vorteile des Bankenplatzes Schweiz im internationalen Wettbewerb relativiert werden.

² Abschnitt 1 stützt sich in der Beschreibung der steuerpolitischen Entwicklungen auf Durrer (1998) und Lutz/Laager/Dulex (1998).

Bei der Besteuerung von Vermögenserträgen können heute zwei Modelle unterschieden werden:

- **Quellensteuer:** Besteuerung der Vermögenserträge an der Ertragsquelle nach dem Zahlstellen- oder Schuldnerprinzip. Beim Zahlstellenprinzip wird die Steuer im Residenzland der auszahlenden Stelle erhoben, unabhängig von der Herkunft der Gelder. Dieses System wird in Deutschland und Österreich angewendet. Finnland, Italien und Schweden kennen Varianten davon. Großbritannien, Belgien und Japan wenden ein Mischsystem an. Beim Schuldnerprinzip, das in der Schweiz und in Luxemburg zur Anwendung gelangt, wird die Quellensteuer (Verrechnungssteuer) dagegen vom inländischen Zins- oder Dividendenschuldner erhoben, während die Kapitalerträge von ausländischen Schuldnern steuerfrei bleiben. **Tabelle 1** im Anhang zeigt eine Übersicht der Quellensteuerregelungen in der EU und der Schweiz.
- **Meldesystem:** In den USA, Frankreich und den Niederlanden sind die Finanzinstitute dazu verpflichtet, den Steuerbehörden über die Vermögenserträge ihrer Kunden Bericht zu erstatten. Die Vermögenserträge werden dann direkt bei den Vermögensbesitzern besteuert.

In zahlreichen Ländern werden heute allerdings nur die Vermögenserträge der Gebietsansässigen durch die Quellensteuer bzw. die Meldepflicht erfasst (vgl. Übersicht im Anhang). Die Vermögenserträge von Gebietsfremden bleiben dagegen ausgeklammert. Dadurch wird es diesen ermöglicht, der Besteuerung in ihrem Wohnsitzland durch die Transferierung ihrer Vermögenswerte ins Ausland zu entgehen. Da eine solche Regelung zu einer Erosion des Substrates bei den Vermögensertragssteuern und damit letztlich zu einer übermäßigen Steuerbelastung der Inlandvermögen führt, ist eine verstärkte internationale Kooperation auf diesem Gebiet auch aus ökonomischer Sicht sinnvoll.

In der Schweiz dagegen, werden nur die Vermögenserträge schweizerischer Schuldner durch die Quellensteuer erfasst. Gleichzeitig garantiert das schweizerische Bankgeheimnis den Schutz ausländischer Anleger vor der Weitergabe ihrer einkommensbezogenen Daten an das Wohnsitzland. Dadurch können ausländische Anleger in der Schweiz den Teil der Vermögenserträge der Besteuerung entziehen, der bei ausländischen Schuldnern entsteht. Die schweizerische Quellensteuerregelung trägt also auch zur Erosion des Steuersubstrats in anderen Ländern, insbesondere in der EU, bei.

Besteuerungsunterschiede in Europa

Zur Zeit bestehen noch signifikante Besteuerungsunterschiede innerhalb Europas, insbesondere im Bereich der Unternehmensbesteuerung. **Tabelle 2** im Anhang beinhaltet eine allgemeine Übersicht.

Obwohl sich diese Übersicht auf Daten von 1997 stützt, sind die dargestellten Besteuerungsunterschiede im Wesentlichen immer noch zutreffend.³ Erschwerend kommt hinzu, dass sich die nationale Besteuerung in Europa nicht nur in den Steuersätzen sowie bezüglich der Verwendung von Meldepflichten oder Quellenbesteuerung unterscheidet, sondern auch hinsichtlich der Regeln zur Ermittlung der Steuerbasis und der Besteuerung von einbehaltenen Unternehmensgewinnen.

- **Mehrwertsteuern:** Die Mehrwertsteuersätze innerhalb der EU bewegen sich zur Zeit zwischen 15% in Luxemburg und 25% in Dänemark und Schweden. Schweizer Mehrwertsteuern sind mit 6,5% vergleichsweise sehr niedrig.
- **Unternehmensbesteuerung:** Die Einkommensteuer für Unternehmen ist innerhalb der EU in Finnland und Schweden mit 28% am niedrigsten. Der schweizerische Steuersatz liegt mit 27% noch darunter. Deutschland wendet mit ca. 38% einer der höchsten Steuersätze an.
- **Besteuerung von Privatpersonen:** Höchststeuersätze auf Einkommen von Privathaushalten reichen von 40% in Portugal und Großbritannien bis zu 60% in Dänemark und den Niederlanden. Die Schweiz liegt mit 35% niedriger als alle EU-Länder.
- **Sozialabgaben:** Für die meisten europäischen Länder liegen die Sozialabgaben insgesamt (Summe der Arbeitgeber- und Arbeitnehmeranteile) zwischen ungefähr 57% in Frankreich und ungefähr 33% in Finnland. Niedrigere Sozialabgaben weisen Luxemburg (28%), Großbritannien (20%), Irland (19%), die Schweiz (15%) und Dänemark (9%) auf. Die Arbeitnehmeranteile liegen im allgemeinen zwischen einem Drittel und der Hälfte der gesamten Abgaben. Die tatsächliche Belastung ist von Land zu Land schwer vergleichbar, da sich die versicherten Leistungen z.T. stark unterscheiden.

1.2. Steuerkoordination in der EU⁴

Bereits vor zehn Jahren gab es innerhalb der EU Bestrebungen, eine einheitliche Zinsertragssteuer einzuführen. Da ein solches Vorhaben jedoch der Zustimmung aller EU-Mitgliedländer bedarf,

³ Zum Einfluß der deutschen Unternehmenssteuerreform 2000, siehe Sørensen (2002). Zum Einfluß der deutschen Steuerreform 2001, siehe Jacobs/Spengel (2002), Chapter 4. Neuere Ergebnisse zur effektiven Besteuerung in Europa wurden weiterhin vorgelegt in Gutekunst/Schwager (2002). Zum Einfluß der geplanten Wiedereinführung der deutschen Vermögenssteuer, siehe Gutekunst et. al. (2003). Für eine Übersicht zur Unternehmensbesteuerung der EU und G7-Länder in den letzten zwanzig Jahren, siehe Devereux, et. al. (2002).

⁴ Zu einer Bewertung der Steuerpolitik im Euro-Binnenmarkt, siehe auch Heinemann (1999).

scheiterte das Projekt der Zinsertragssteuer am Widerstand Luxemburgs und Großbritanniens, die um die Attraktivität ihrer Finanzplätze fürchteten.

Vor dem Hintergrund der sich abzeichnenden Währungsunion gelangte das Thema Steuerharmonisierung in der zweiten Jahreshälfte 1997 erneut auf den Tisch. In der Folge beauftragten die Finanz- und Wirtschaftsminister die EU-Kommission am 13. September 1997 mit der Ausarbeitung eines Vorschlags, mit dem die bestehende steuerpolitische Patt-Situation überwunden werden sollte. Dieser Vorschlag wurde am 5. November 1997 der Öffentlichkeit vorgestellt. Darin wird nun nicht mehr eine rechtlich bindende Harmonisierung, sondern eine politisch verpflichtende Koordination in drei Bereichen angestrebt:

- Verhaltenskodex im Bereich der **Unternehmensbesteuerung**: Die Mitgliedsländer sollen sich dazu verpflichten, in einer ersten Phase von neuen schädlichen Maßnahmen (Ansiedlungspolitik) abzusehen und in einer zweiten Phase bestehende Maßnahmen rückgängig zu machen.
- Lösung des Problems der **Besteuerung von Vermögenserträgen**, basierend auf vier Grundsätzen:
 1. Beschränkung des Geltungsbereichs auf Zinszahlungen (ohne Dividenden) an Gebietsfremde;
 2. Koexistenzmodell: Jedes Mitgliedsland ist je nach angewendetem Modell frei, die Vermögenserträge an der Quelle zu besteuern oder Auskünfte über die Vermögenserträge von Steuerpflichtigen aus anderen Mitgliedsländern zu erteilen;
 3. Bei der Quellensteuer wird dem Zahlstellenprinzip gegenüber dem Schuldnerprinzip der Vorzug gegeben.
 4. Gemeinsame Anstrengungen für eine internationale Lösung, die EU-Offshore-Märkte und Nicht-Mitgliedsländer einschließt.
- Vereinbarung über die **Beseitigung der Quellensteuer auf Zinsen und Lizenzgebühren zwischen Unternehmungen**.

Am 1. Dezember 1997 stimmten die EU-Finanzminister dieser Paketlösung in einem Grundsatzbeschluss zu. In der Folge hat die EU-Kommission das Vorhaben weiter konkretisiert und einen Quellensteuersatz von 20% vorgeschlagen. Gemäss ersten Reaktionen halten Österreich und Deutschland den vorgeschlagenen Steuersatz zwar eher für zu tief, betrachten den Vorschlag der EU-Kommission jedoch als gute Diskussionsbasis. Auf jeden Fall wollten sie die Harmonisierung der Vermögensertragssteuern unter ihrer Ratspräsidentschaft in der zweiten Hälfte 1998 bzw. in der ersten Hälfte 1999 weiter vorantreiben. Dies galt insbesondere auch für die neu gewählte deutsche Regierung unter Führung der SPD. Luxemburg und Großbritannien, das um seinen Euro-Bondmarkt

fürchtet, haben dagegen erneut Bedenken angemeldet und fordern einen tieferen Steuersatz sowie eine internationale Regelung, die auch Offshore-Zentren wie die Schweiz einbindet.

Zur Haltung Österreichs und Luxemburgs

Die stark voneinander abweichenden Haltungen Österreichs und Luxemburgs in der Frage der Steuerharmonisierung innerhalb der EU sind darauf zurückzuführen, dass diese beiden Länder im internationalen Bankgeschäft über sehr unterschiedliche Marktpositionen verfügen:

In **Österreich** konnten Bankkunden zwar bis vor kurzem unter einem beliebigen Pseudonym Vermögensdepots und Bankkonten eröffnen, ohne ihre wahre Identität preisgeben zu müssen. Trotz dieses umfassenden Schutzes der Privatsphäre ist es den österreichischen Banken jedoch nicht gelungen, sich im internationalen Geschäft einen namhaften Marktanteil zu erobern. Österreich wird daher kaum zu den Verlierern einer internationalen Steuerharmonisierung im Bereich der Vermögensbesteuerung gehören.

Unter dem wachsenden Druck der internationalen Staatengemeinschaft, insbesondere der EU, hat sich Österreich mittlerweile dazu verpflichtet, im Kampf gegen die Geldwäscherei verstärkt zu kooperieren und die Anonymität seiner Vermögensdepots und Bankkonten aufzuheben. Da der gesetzliche Schutz des Bankkundengeheimnisses in Österreich weniger weit reicht als in der Schweiz oder in Luxemburg, erhalten dadurch nicht nur die Strafverfolgungs-, sondern auch die Steuerbehörden einen erleichterten Zugang zu Informationen über Bankkunden.

Das luxemburgische Bankkundengeheimnis wurde nach dem Vorbild des schweizerischen konzipiert. Die Privatsphäre der Bankkunden genießt daher in **Luxemburg** einen ähnlich hohen rechtlichen Schutz wie in der Schweiz. Dieser günstige Rahmen in Verbindung mit einer Quellensteuerregelung, die nur inländische Dividendenschuldner erfasst, hat dem Finanzplatz Luxemburg in den letzten Jahren eine hohe Attraktivität gesichert. Bei einer Übernahme des EU-Konsensmodells wäre diese Position gefährdet.

1.3. Steuerkoordination in der OECD

Auf Betreiben der G-7 beauftragte die OECD ihren Fiskalausschuss, bis 1998 einen Bericht über den schädlichen Steuerwettbewerb zu erstellen und Maßnahmen zu dessen Eindämmung aufzuzeigen. Gegen den Willen der Schweiz, Luxemburgs und anderer Länder, die das Problem der Steuerkonkurrenz unter einem möglichst breiten Blickwinkel behandeln wollten, wurde dabei eine enge Fokussierung auf Bank- und Finanzdienstleistungen durchgesetzt.

Der Bericht wurde im April 1998 der OECD vorgelegt und anschließend veröffentlicht. Er enthält einen Katalog von Wettbewerbspraktiken, die als schädlich beurteilt werden:

- Niedrige effektive Steuersätze
- Steuerrechtliche Schutzzäune, welche das inländische Steuersubstrat von gewährten steuerrechtlichen Privilegien ausschließen.
- Mangelnde Transparenz
- Fehlender Zugang ausländischer Steuerbehörden zu steuerrelevanten Informationen

Mit Ausnahme Luxemburgs und der Schweiz, die sich der Stimme enthielten, gaben die OECD-Mitgliedsländer dem Bericht sowie den darin enthaltenen Empfehlungen für einen Abbau von schädlichem Steuerwettbewerb ihre Zustimmung. Damit verpflichteten sie sich insbesondere

1. keine neuen schädlichen steuerrechtlichen Bestimmungen (im Sinne des obigen Kataloges) einzuführen, um ausländische Spareinlagen oder Investitionen anzuziehen.
2. bestehende schädliche Bestimmungen innerhalb von fünf Jahren abzubauen und bis Oktober 1999 eine Liste der Steuerparadiese aufzustellen.
3. ein Forum über schädliche Steuerpraktiken zu gründen, das auch allen Nichtmitgliedstaaten der OECD offen stehen soll.

Für ihre Stimmenthaltung machten Luxemburg und die Schweiz vor allem folgende Gründe geltend:

- Eine Untersuchung über schädlichen Steuerwettbewerb müsste sämtliche Steuern sowie alle wettbewerbsverzerrenden Subventionspraktiken und Regulierungen miteinbeziehen. Der vorliegende Bericht beschränkt sich dagegen auf den Bank- und Finanzdienstleistungsbereich und ist daher zu eng fokussiert.
- Bei der Besteuerung von Vermögenserträgen können Quellensteuern den fehlenden Zugang zu steuerrelevanten Informationen ersetzen. Trotzdem stellt der Bericht einseitig auf das Kriterium des Informationszugangs für ausländische Steuerbehörden ab. Dieses Vorgehen ist für Länder, welche die Privatsphäre der Anleger durch ein Bankkundengeheimnis schützen wollen und daher den Informationszugang nicht vollständig gewähren können, nicht akzeptabel.
- Luxemburg äußerte in seiner Stellungnahme sogar den Verdacht, dass der Bericht in seiner engen Fokussierung einzig und allein darauf abziele, Forderungen nach einer Abschaffung des Bankkundengeheimnisses zu untermauern.

1.4. Zukünftige steuerpolitische Entwicklungen

Wahrscheinliche Entwicklungen in der europäischen Besteuerung

Die europäische Finanzwirtschaft, und damit auch die Besteuerung, wird im wesentlichen national dezentralisiert bleiben. Vor allen Dingen ist die Einführung von zentralisierten EU-Steuern als Ersatz für wesentliche nationale Steuerarten äußerst unwahrscheinlich. Zukünftige einheitlichen EU-Steuern zusätzlich zu bestehenden nationalen Steuern sind allerdings denkbar.

- **Mehrwertsteuern:** Die Schaffung eines gemeinsamen Mehrwertsteuersystems innerhalb der EU hat bisher noch nicht zur Vereinheitlichung von Steuerbasen und -sätzen geführt. Zur Zeit werden Mehrwertsteuern im jeweiligen Bestimmungsland erhoben⁵. Harmonisierung der Steuersätze beschränkt sich zunächst auf die Geltung eines Mindeststeuersatzes von 15%, den die Schweiz allerdings zur Zeit mit 6,5% nicht erfüllt. Zusätzlich wurde der Übergang vom Bestimmungsland- zum Ursprungslandprinzip für das Jahr 2000 angestrebt. Diese Maßnahme führt zu einer Umverteilung von Steuereinnahmen zu Gunsten von Nettoexportern unter den EU-Ländern. Deshalb war die begleitende Einführung eines europäischen Steuer-Clearing geplant. Länder wie Deutschland, Luxemburg, Spanien, Portugal und Großbritannien werden wahrscheinlich Mehrwertsteuererhöhungen ins Auge fassen. Damit ergibt sich eine Harmonisierungstendenz in Richtung höherer Steuersätze.
- **Unternehmensbesteuerung:** Die Harmonisierung der Unternehmenssteuern ist bisher auf Widerstand bei etlichen Mitgliederstaaten gestoßen und hat deshalb noch keine großen Fortschritte zu verzeichnen. Dies ist insbesondere auch auf das Fehlen einer EU-weiten Bemessungsgrundlage zurückzuführen. Angesichts von momentanen Steuersätzen zwischen 28% in Finnland und 45% in Deutschland ist der Spielraum für Harmonisierung zwar sehr weit. Damit ist auch ungewiss, in welchem Bereich sich die eventuell harmonisierten Steuersätze bewegen werden und wie weit diese Harmonisierung gehen wird. Sollten sich die EU-Mitgliedsländer auf einen Steuerkorridor einigen, so wird dieser am wahrscheinlichsten zwischen 30% und 40% liegen. Dies würde bedeuten, das Finnland und Schweden Spielräume zu Steuererhöhungen behielten während Belgien, Deutschland und Griechenland ihre Steuersätze senken müssten. Die schweizerischen Steuersätze wären dann immer noch vergleichsweise niedrig.

⁵ Dies gilt bei Verkäufen an Unternehmen, sowie im Kfz- und im Versandhandel. Bei allen anderen Verkäufen an Haushalte gilt jedoch das Ursprungslandprinzip.

- **Besteuerung von Privatpersonen:** Persönliche Einkommensteuern bilden (zusammen mit Mehrwertsteuern) das wesentlichste Einkommenselement nationaler Fiskalpolitik. Da die Mehrwertsteuer innerhalb der EU einem größeren Harmonisierungsdruck unterliegt, wird die persönliche Einkommensteuer als Instrument nationaler Fiskalsouveränität noch an Bedeutung gewinnen. Deshalb ist eine weitgehende EU-weite Harmonisierung in diesem Bereich eher unwahrscheinlich. Statt dessen wird die Steuerkoordination sich auch in Zukunft weitgehend auf bilaterale Abkommen zur Vermeidung von Doppelbesteuerung beschränken.
- **Sozialabgaben:** Die bestehenden Regelungen der Sozialversicherungen innerhalb der EU weisen vielfältige nationale Unterschiede auf. Zur Zeit gibt es auch kaum Anhaltspunkte, dass die Gemeinsamkeiten nationaler Zukunftspläne in der EU über den generellen Wunsch, die Sozialabgabenlast (und damit die Lohnnebenkosten) zu reduzieren, hinausgehen. Insbesondere in Deutschland ist eine grundlegende Reform der Sozialabgaben auf absehbare Zeit kein Thema.

Auswirkungen der steuerlichen Entwicklungen auf die EU-Fiskalpolitik

Durch den im Maastricht Vertrag enthaltenen Stabilitätspakt sind die fiskalpolitischen Spielräume der EU-Länder potentiell stark eingeschränkt. Im Regelfall darf die jährliche Nettoneuverschuldung eines Mitgliedslandes 3% des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten. Die oben beschriebenen steuerlichen Entwicklungen führen zunächst zu einer weiteren Reduzierung der nationalen fiskalpolitischen Spielräume, soweit sie langfristig zu Reduzierungen in der Einkommensbesteuerung führen.⁶ Dadurch werden Mehrwertsteuererhöhungen in der EU noch wahrscheinlicher.

Die Haushaltssituationen der EU-Mitgliedsländer und ihre prognostizierten Entwicklungen sahen bis vor kurzem relativ günstig aus. Bis zum Jahr 2000 hatte sich beispielsweise das gewichtetete Haushaltsdefizit der Teilnehmerländer an der EWU von 2,4% des BIP auf etwa 1,9% verringert. In einer nach der Auslegung des Stabilitätspaktes kritischen Situation befand sich lediglich Griechenland, das mit einem Defizit von um die 3,0% in 1999 trotzdem eine signifikante Defizitreduktion hinter sich hatte. Inzwischen befindet sich zumindest Deutschland in Gefahr, das Defizitkriterium in mehr als einem Jahr zu verletzen. Wie das jetzige deutsche Beispiel zeigt, ist die Annahme deutlicher Reduzierungen der Arbeitslosenraten in den meisten EU-Ländern allerdings eine kritische Voraussetzung für die Stabilisierung dieser Haushaltssituation.⁷

⁶ Dies könnte das Resultat eines andauernden Steuerwettbewerbs sein. Kurzfristig ist allerdings eher mit Erhöhungen der Besteuerung durch bestehende Harmonisierungsbestrebungen zu rechnen.

⁷ Für aktuelle Daten zur EU Haushaltslage und Beschäftigung, siehe Eurostat Structural Indicators, erhältlich unter <http://europa.eu.int/comm/eurostat/structuralindicators>.

Weiterhin erfordert die Analyse der langfristigen Stabilität von Haushaltsdefiziten die zusätzliche Betrachtung der verschiedenen Ausgaben- und Einnahmenposten und deren Entwicklungen. Wenn man die in den 90er Jahren durchgeführten Haushaltskonsolidierungen der EU-Länder mit den Ursachen des jeweiligen Defizitanstieges vergleicht, kann man zu dem Schluss kommen, dass die Konsolidierungsbemühungen in den meisten Ländern noch nicht weit genug gegangen sind, um die dauerhafte Erfüllung des Stabilitätspaktes zu gewährleisten. Die Situation Deutschlands zwischen 1994 und 1996 war zum Beispiel durch einen einnahmebedingten Defizitanstieg bestimmt, da die Einnahmen in diesem Zeitraum schneller fielen als die Ausgaben. Die bis 1997 erreichte Konsolidierung konzentrierte sich jedoch nicht auf diese Haushaltsseite, sondern basierte auf Ausgabenkürzungen. Ein wesentlicher Teil dieser Einnahmeausfälle seit 1995 beruhte auf Steuervergünstigungen, die zu Einbrüchen im Einkommens- und Körperschaftsteueraufkommen führten. Inwieweit die neueste deutsche Einkommensteuerreform zu einer nachhaltigen Besserung dieser Situation beiträgt, bleibt noch abzuwarten.

2. Implikationen für die Schweiz

2.1. Allgemein

Mit zunehmender Integration der europäischen Märkte, zuletzt durch die Einführung der EWU, wird die Bedeutung der Besteuerung als unternehmerischer Wettbewerbsfaktor in den nächsten Jahren weiterhin zunehmen. Da Besteuerung damit auch ein wesentlicher Faktor in der internationalen Standortauswahl von Unternehmen ist, wird der europäische Steuerwettbewerb verschärft. Diese Tendenz wird letztendlich zu mehr und mehr harmonisierten Steuern führen.

Durch das vergleichsweise niedrige Niveau der schweizerischen Steuern hat die schweizerische Industrie einen wesentlichen Vorteil im europäischen Markt, der Nachteile durch das hohe schweizerische Lohnniveau relativiert. Deshalb bildet zunehmender Druck durch die EU in Richtung schweizerischer Steuererhöhungen eine bleibende Gefahr für die schweizerische Industrie. Diese Gefahr wird mit eventuell zunehmenden Integrationsbemühungen der Schweiz in die EU noch ansteigen.

Das schweizerische Bankensystem zieht im europäischen Vergleich ähnliche Vorteile aus der liberalen Quellensteuerregelung für ausländische Anleger in Verbindung mit dem schweizerischen Bankkundengeheimnis. Die Schweiz gerät deshalb seitens der EU und auch der OECD zunehmend unter Druck. Deshalb wird sie wahrscheinlich in absehbarer Zeit zwischen Angleichung der

Quellensteuer an EU-Regeln, inklusive Einführung des Zahlstellenprinzips, und weitgehender Aufgabe des Bankgeheimnisses wählen müssen.

2.2. Auswirkungen auf das schweizerische Offshore Privatkundengeschäft

Ausgangspunkt der Beurteilung der zukünftigen Entwicklung des schweizerischen Offshore Privatkundengeschäftes ist ein Szenario, in dem die Schweiz einem EU-Quellensteuermodell nach dem Zahlstellenprinzip (inklusive einem Mindeststeuersatz von 20%) zustimmt um das schweizerische Bankgeheimnis in der jetzigen Form zu erhalten. Weiterhin ist anzunehmen, dass diese schweizerische Zustimmung nur erfolgt, wenn Luxemburg sich denselben Regelungen unterzieht.

Der Übergang vom Schuldner- zum Zahlstellenprinzip hätte zur Folge, dass im Offshore Privatkundengeschäft (d.h. Geschäft mit ausländischen Investoren bei in der Schweiz ansässigen Banken) auch Investitionen in ausländische Wertpapiere und Aktien der schweizerischen Quellensteuer unterliegen. Bisher unterliegen nur die Investitionen in schweizerische Werte einer Quellensteuer von z.Zt. 35 Prozent. Deshalb unterliegen schätzungsweise zwischen 85% und 95% der Offshore-Investitionen in der Schweiz nicht der Quellensteuer.

Bei unverändertem Anlageverhalten würde ein Wechsel zum Zahlstellenprinzip mit einem Steuersatz von 20% eine um etwa 300% erhöhte Steuerlast für ausländische Investoren bedeuten. Gleichzeitig würde die Quellensteuerlast für schweizerische Anleger in schweizerische Werte um ungefähr 40% sinken. Dies birgt die Gefahr der Abwanderung ausländischer Investoren aus der Schweiz. Aber selbst ohne jegliche Abwanderungstendenzen wird sich das Anlageverhalten ausländischer Investoren ändern, da sich zum einen die relative Besteuerung von EU-Werten und schweizerischen Werten zugunsten der schweizerischen Werte ändert und zum anderen die Varianzen der Renditen nach Steuern bei schweizerischen Anlagen steigen während sie bei ausländischen Anlagen fallen. Diese Veränderungen sind in den **Tabellen 3 bis 5** für DM-Anleger dargestellt, wobei monatliche Daten von Januar 1997 bis Juli 1998 zugrunde gelegt wurden.⁸

⁸ Die Daten der Tabellen 5 - 7 zeigen die statistischen Eigenschaften von Anlagen in 10-jährige Staatsanleihen der USA, Deutschlands, Japans, Großbritanniens und der Schweiz aus Sicht eines deutschen Anlegers. Die durchschnittlichen Renditen und ihre Kovarianzen sind nominal in DM berechnet und basieren auf durchschnittlichen Monatsdaten des Zeitraums Januar 1997 bis Juli 1998. Da die Wechselkursdaten als prozentuale Veränderungen seit dem gleichen Vorjahresmonat berechnet wurden, gehen die verwendeten Datensätze bis Januar 1996 zurück. Für die beiden Steuerszenarien wurden die entsprechenden prozentualen Abschläge von den monatlichen Portfoliorenditen in CHF und vor Umrechnung in DM-Beträge berechnet.

Die Portfolio-Berechnungen⁹ benutzen die Daten der Tabellen 3, 4 und 5, sowie eine angenommene (deutsche) risikofreie (Geldmarkt)Verzinsung von 3,5% als Input. Damit wurden zunächst numerisch Datensätze für verschiedene Portfoliokombinationen¹⁰ generiert und dann erwartete Renditen als Funktion der Varianzen zusammen mit den Capital Asset Lines dargestellt (Grafiken 1 - 3). Mit den erwarteten Renditen der sich daraus ergebenden Marktportfolios als Restriktion wurden dann die Portfolios mit der kleinsten Varianz numerisch berechnet.¹¹

Tabelle 4 verdeutlicht, dass ein DM-Anleger bei der Zusammenstellung eines Obligationenportfolios demnach seinen Anteil an schweizerischen Werten von bis zu 5% im Falle der bisherigen Quellensteuerregelung (**Fall 2 - Grafik 2**) auf bis zu 15% bei Einführung des Zahlstellenprinzips mit Absenkung des Quellensteuersatzes auf 20% (**Fall 3 - Grafik 3**) erhöhen könnte. Renditen und Varianzen sind nominale DM-Werte. Die Portfolioberechnung berücksichtigt dabei ausschließlich Anlagen in Obligationen.¹² Die Daten für DM-Obligationen werden als repräsentativ für alle zukünftigen Anlagemöglichkeiten in Euro interpretiert, was die Annahme eines zukünftig stabilen Euro impliziert. Der risikofreie Zinssatz für einen deutschen Anleger wird bei 3,5% angenommen (basierend auf Prognosen des dreimonatigen deutschen Geldmarktzinses).

Das Obligationenportfolio bei bisheriger Quellensteuerregelung enthält 95% Anlagen in Euro (DM) und 5% Anlagen in CHF und bewegt sich damit in ähnlichen Größenordnungen wie die z. Zt. von der UBS angebotenen Portfolios. Ein Vergleich mit dem Portfolio ohne jegliche Besteuerung (**Fall 1 - Grafik 1**) zeigt, dass z.B. eine höhere Renditeerwartung gekoppelt mit höherer Varianz bei schweizerischen Anlagen deren Portfolioanteil verringern kann. Dieser Effekt wäre auch die Folge eines höheren risikolosen Zinssatzes in der Portfolioberechnung. Deshalb ist ein Wert von 15% schweizerischen Anlagen definitiv als Obergrenze zu interpretieren.

Auch bei erhöhter Steuerbelastung ausländischer Anleger werden diese weiterhin in der Schweiz investieren, solange die schweizerische Quellensteuer nicht über der relevanten Einkommens- oder Quellensteuer im Wohnsitzland liegen. Deshalb ist mit nur geringen Abwanderungen von Investoren aus der Schweiz zu rechnen, wenn eine schweizerische Einführung allgemeiner Quellensteuern durch die Einführung gleicher Maßnahmen in allen anderen relevanten Investitionsstandorten begleitet

⁹ Alle Berechnungen wurden mit dem Computerprogramm Mathematica 2.2.1 von Wolfram Research, Inc. durchgeführt.

¹⁰ Negative Portfolioanteile, sogenannte "short sales", wurden bei der Berechnung ausgeschlossen.

¹¹ Die oben beschriebene Portfolioberechnung wurde auch für einen Datensatz des Zeitraums Januar 1989 bis Juni 1998 durchgeführt. Die entsprechenden Ergebnisse weichen qualitativ nicht von den hier dargestellten ab.

¹² Das Portfolio entspricht damit tatsächlich angebotenen Produkten schweizerischer Banken, wie z.B. dem SBC Global Portfolio Income (August 1998).

wird. In einem solchen Falle kann die zu erwartende Steigerung der Nachfrage nach schweizerischen Werten sogar zu einem mittelfristigen Erhalt⁵ des schweizerischen Zinsvorteils beitragen.

3. Strategien für die Schweiz und die schweizerischen Banken

Langfristig wird die Schweiz im Bereich der Besteuerung von Vermögenserträgen nicht um Konzessionen herumkommen, obwohl weder die Steuerharmonisierung in der EU noch der OECD-Bericht für sie bindenden Charakter haben. Dabei wird insbesondere das schweizerische Bankkundengeheimnis verstärkt unter Druck geraten.

Die Schweiz sollte sich daher - allenfalls zusammen mit Luxemburg - nicht nur im Rahmen der Verhandlungen mit der EU sondern insbesondere auch im Rahmen der OECD für ein multilaterales Steuerabkommen einsetzen, das den Unterzeichnerstaaten die Möglichkeit offen lässt, zwischen einer Quellensteuer auf Vermögenseinkommen und dem Austausch von steuerrelevanten Informationen zu wählen (Koexistenzmodell). Dabei könnte die Schweiz die Quellensteuerregelung der EU übernehmen.

Aus Sicht der schweizerischen Banken wäre eine Übernahme der Quellensteuerlösung im Rahmen des EU-Koexistenzmodells insofern vorteilhaft, als dadurch das schweizerische Bankkundengeheimnis unangetastet bliebe. Außerdem würde sich auch das Steueraufkommen in der Schweiz erhöhen, sofern diese Steuereinnahmen nicht an die EU abgeführt würden. Der Nachteil einer solchen Lösung bestünde dagegen darin, dass die Zahl der quellensteuerfreien Anlagemöglichkeiten stark reduziert und damit ein wichtiger Vorteil des Finanzplatzes Schweiz relativiert würde. Außerdem wäre mit verstärkten administrativen Belastungen im Finanzsektor auf Grund der Übernahme des Zahlstellenprinzips zu rechnen.

Sollte sich das Koexistenzmodell OECD-weit durchsetzen lassen, so könnte eine Einführung der EU-Quellensteuerregelung sogar zu erhöhter Nachfrage nach schweizerischen Obligationen und einer Unterstützung des schweizerischen Zinsvorteils bei relativ geringer Abwanderung von Investoren führen.

Quellenverzeichnis

- Devereux, M., Griffith, R. und A. Klemm, Corporate Income Tax: Reforms and Tax Competition, Economic Policy 35, Oktober 2002, 449-496
- Durrer, K., Internationale Steuerkoordination und schweizerisches Bankgeheimnis, Arbeitspapier, UBS Group Economic Research, August 1998

- Eichengreen, B. and C. Wyplosz, The Stability Pact: more than a minor nuisance? *Economic Policy* 26, April 1998
- Ernst&Young, World wide executive tax guide 1998
- Ernst&Young, World wide corporate tax guide 1997
- European Commission, Proposal for a Council Directive to ensure a minimum of effective taxation of savings income in the form of interest payments within the Community, COM (1998) 295 final, Mai 1998
- European Commission, DG XV, Package to tackle harmful tax competition: Council agrees on landmark accord, April 1998
- European Commission, Commission recommendation 94/390/EC of 25 May 1994, Official Journal No. L 177, Juli 1994
- European Commission, The economics of community public finance, *European Economy*, No. 5, 1993
- European Parliament, Decision No 888/98/EC of the European Parliament and the Council of 30 March 1998, Official Journal No. L 126, April 1998
- Gutekunst, G. und R. Schwager, Steuerbelastung vom Unternehmen im Alpenraum, *Wirtschaftsanalysen Band 59*, Nomos Verlag, 2002
- Gutekunst, G., Schwager, R. und C. Spengel, Wiedereinführung der Vermögenssteuer schadet dem Standort Deutschland, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Vermögenssteuer.pdf>, heruntergeladen am 29. 1. 2003
- Jacobs, O. und C. Spengel, Effective Tax Burden in Europe, *ZEW Economic Studies 15*, Physica Verlag, 2002
- KPMG Survey: Globalisation puts pressure on corporate tax regimes, KPMG International Tax Centre, Amsterdam, Juli 1997
- Lutz, S., Laager, P. and Y. Dulex, EU Tax Harmonization Issues, Arbeitspapier, UBS Group Economic Research, Juni 1998
- Mongelli, F. P., Effects of the European Economic and Monetary Union (EMU) on Taxation and Interest Spending of National Governments, IMF Working Paper WP/97/93, Juli 1997
- OECD, Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue, April 1998
- Reuters Business Briefing
- Schreiber, U., Internationale Mobilität von Steuerbasen - Ist nationale Steuerpolitik noch möglich? *Schriften des Vereins für Sozialpolitik Band 256*, 1998
- Sørensen, P. B., The German Business Tax Reform of 2000: A General Equilibrium Analysis, *German Economic Review* 3(4) 2002, 347-378
- SPD Aktuell: Innovationen für Deutschland, Zusammenfassung der Beschlüsse des SPD-Parteitag vom Dezember 1997
- Strauch, R., Die Bewertung der "dauerhaft tragbaren öffentlichen Finanzlage" der EU Mitgliedstaaten beim Übergang zur dritten Stufe der EWWU, ZEI Policy Paper B98-11A, September 1998

Anhang

Tabelle 1: Quellensteuersätze in der EU und der Schweiz

	Erfassung	Zinsen aus festverzinslichen Wertpapieren an		Zinsen aus Einlagen bei Kreditinstituten an		Dividenden an	
		Gebiets ansässige	Gebiets fremde	Gebiets ansässige	Gebiets fremde	Gebiets ansässige	Gebiets fremde
B	Definitive Kapitalertragssteuer	15%	-	15%	-	25,75%	25,75%
DK	Kontrollmitteilungen/ Kapitalertragssteuer	-	-	-	-	-	-
D	Abrechenbüro Kapitalertragssteuer	31,65%	-	31,65%	-	26,37%	26,37%
FIN	Definitive Kapitalertragssteuer	28%	-	28%	-	28%	28%
F	Kontrollmitteilungen/ Kapitalertragssteuer	19,4%	0-15%	19,4%	-	-	25%
GR	Definitive Kapitalertragssteuer	15%	0-15%	15%	0-15%	-	-
IRL	Anrechenbare Kapitalertragssteuer	27%	27%	27%	-	-	-
I	Definitive Kapitalertragssteuer	12,5-30%	12,5%	30%	30%	12,5%	32,5%
L	Kapitalertragssteuer (nur Dividenden)	-	-	-	-	25%	25%
NL	Kontrollmitteilungen/ Kapitalertragssteuer	-	-	-	-	25%	25%
A	Definitive Kapitalertragssteuer	25%	-	25%	-	25%	25%
P	Definitive Kapitalertragssteuer	20-25%	0-25%	20%	20%	25%	25%
S	Kontrollmitteilungen/ Kapitalertragssteuer	30%	-	30%	-	30%	30%
E	Kontrollmitteilungen/ Kapitalertragssteuer	25%	0-25%	25%	25%	25%	25%
GB	Anrechenbare Kapitalertragssteuer	25%	0-25%	25%	-	-	-
CH	Anrechenbare Kapitalertragssteuer	35%	35%	35%	35%	35%	35%

Quelle: Ernst&Young, Durrer (1998)

Tabelle 2: Übersicht Steuersätze (1997) in %

	A	B	DK	FIN	F	D	GR	IRL	I	L	NL	P	E	S	GB	CH
Mehrwertsteuer	20	21	25	22	20.6	16	18	21	19	15	19	17	16	25	17.5	6.5
Unternehmenssteuern	A	B	DK	FIN	F	D	GR	IRL	I	L	NL	P	E	S	GB	CH
Einkommensteuer	34	40.17	34	28	33.33	45 ¹³	40	38	37	32	35	36	35	28	33	27
Kapitalertragssteuer	34	40.17	34	28	33.33	45 ¹⁰	40	40	37	32	35	36	35	28	33	
Steuer, ausländ. Töchter		40.17	34	28	33.33	42 ¹⁰	40	38	37	32	35		35	28	33	27
Quellensteuer	A	B	DK	FIN	F	D	GR	IRL	I	L	NL	P	E	S	GB	CH
Für Nichtansässige	JA	NEIN	JA	JA	JA	JA	NEIN	NEIN	NEIN	JA	JA	JA	JA	JA	JA	JA
Zahlstellenprinzip		X					X				X		X	X		
Schuldnerprinzip										X						X
Mischsystem					X			X								
Privatpersonen	A	B	DK	FIN	F	D	GR	IRL	I	L	NL	P	E	S	GB	CH
Einkommensteuer (max)	50	55	60	56	52	53 ¹⁴	45	48	51	51.25	60	40	56	56	40	35
Kapitalertragssteuer (max)	50	55	60	28	20.9	53 ³	25	40	25	51.25	60	20	20	30	40	35
Erbschafts-/ Schenkungssteuer (max)	60	80	36.25	16	60	70	60	40	27	48	68	50	81.6	30	40	35
Sozialversicherung¹⁵	A	B	DK	FIN	F	D	GR	IRL	I	L	NL	P	E	S	GB	CH
Rentenversicherung	22.8	incl. *	incl. *	21.2	incl. *	19.2	incl. *	16.6	incl. *	16.0	23.4	incl. *	incl. *	incl. *	incl. *	10.1
Krankenversicherung	7.9	incl.	incl.	6.1	incl.	13.7	incl.	1.3	incl.	9.1	15.6	incl.	incl.	incl.	incl.	2.0
Arbeitslosenversicherung	6.0	incl.	incl.	5.5	incl.	6.5	incl.	1.0	incl.	2.5	8.3	incl.	incl.	incl.	incl.	3.0
Gesamtbelastung	36.7	48.0	9.0	32.8	57.5	39.4	43.9	18.9	41.8	27.6	47.2	34.8	37.0	38.9	20.0	15.1

Quelle: Ernst&Young, KPMG

¹³ Durch die Unternehmensteuerreform 2000 auf ca. 38% gesenkt.¹⁴ Im Jahr 2000 auf 48,5% gesenkt.¹⁵ Sozialabgaben insgesamt (inkl. Arbeitgeber- und Arbeitnehmeranteile). Die Arbeitnehmeranteile liegen im allgemeinen zwischen einem Drittel und der Hälfte der gesamten Abgaben. Die tatsächliche Belastung ist von Land zu Land schwer vergleichbar, da sich die versicherten Leistungen z.T. stark unterscheiden.

Tabelle 3: Internationaler Rentenmarkt 1997 - 1998, Renditen eines DM-Investors vor Steuern

	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
Varianz	0.255	0.051	0.116	0.636	0.042
St.Abw.	0.505	0.227	0.341	0.798	0.206
Zinserwartung	6.16	4.92	1.51	6.69	3.18
Risiko	8.2%	4.6%	22.5%	11.9%	6.5%
Korrelationen					
	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
US-Bonds	1.000	0.721	0.880	0.979	0.718
D-Bonds		1.000	0.648	0.728	0.858
J-Bonds			1.000	0.907	0.495
UK-Bonds				1.000	0.699
CH-Bonds					1.000

Quelle: OECD, IMF, FACS, monatliche Daten 1:1997-7:1998 und eigene Berechnungen

Tabelle 4: Internationaler Rentenmarkt 1997 - 1998, Renditen eines DM-Investors mit 35% Quellensteuer auf CH-Bonds

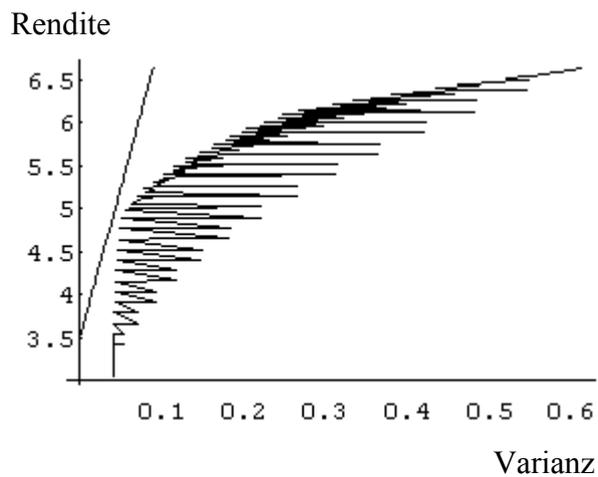
	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
Varianz	0.255	0.051	0.116	0.636	0.016
St.Abw.	0.505	0.227	0.341	0.798	0.125
Zinserwartung	6.16	4.92	1.51	6.69	2.07
Risiko	8.2%	4.6%	22.5%	11.9%	6.1%
Korrelationen					
	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
US-Bonds	0.241	0.078	0.143	0.372	0.040
D-Bonds		0.049	0.047	0.124	0.024
J-Bonds			0.110	0.233	0.019
UK-Bonds				0.601	0.062
CH-Bonds					0.015

Quelle: OECD, IMF, FACS, monatliche Daten 1:1997-7:1998 und eigene Berechnungen

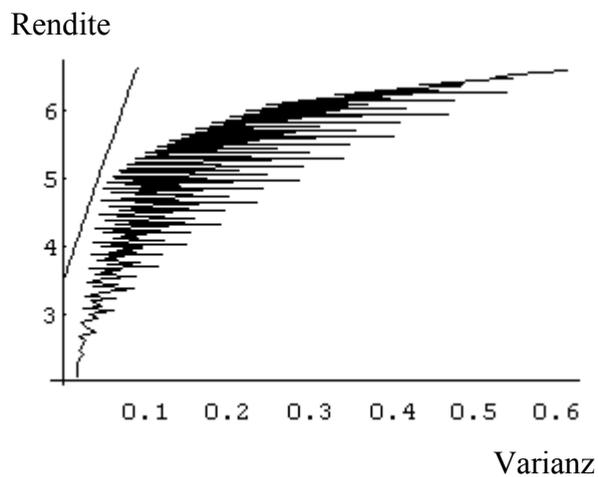
Tabelle 5: Internationaler Rentenmarkt 1997 - 1998, Renditen eines DM-Investors mit allgemeiner 20% Quellensteuer

	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
Varianz	0.158	0.032	0.072	0.399	0.025
St.Abw.	0.397	0.179	0.269	0.632	0.160
Zinserwartung	4.93	3.94	1.21	5.36	2.54
Risiko	8.1%	4.5%	22.2%	11.8%	6.3%
Korrelationen					
	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds
US-Bonds	1.000	0.699	0.873	0.979	0.698
D-Bonds		1.000	0.636	0.706	0.853
J-Bonds			1.000	0.899	0.475
UK-Bonds				1.000	0.681
CH-Bonds					1.000

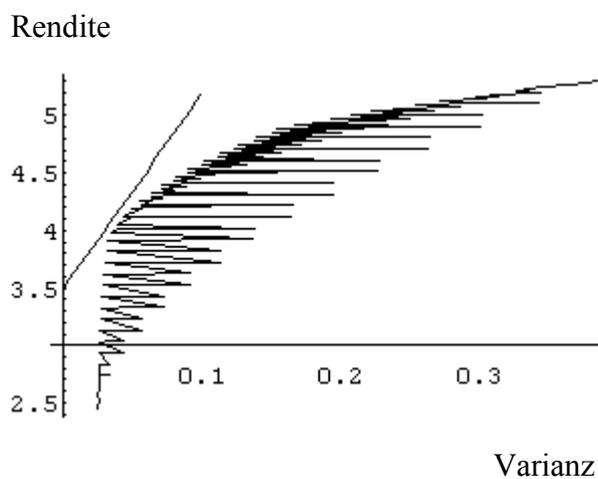
Quelle: OECD, IMF, FACS, monatliche Daten 1:1997-7:1998 und eigene Berechnungen

Grafik 1: Bondmarkt-Portfolio eines DM-Investors ohne Besteuerung

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der Tabelle 3

Grafik 2: Bondmarkt-Portfolio eines DM-Investors mit 20% Quellensteuer auf CH-Bonds

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der Tabelle 4

Grafik 3: Bondmarkt-Portfolio eines DM-Investors mit allgemeiner 20% Quellensteuer

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der Tabelle 5

Tabelle 6: Portfolio-Auswahl eines DM-Investors bei verschiedener Besteuerung, risikofreier Zinssatz 3,5%

	US-Bonds	D-Bonds	J-Bonds	UK-Bonds	CH-Bonds	Rendite	Varianz
Fall 1	0	88	0	0	12	4.71	0.048
Fall 2	0	95	0	0	5	4.77	0.048
Fall 2	0	85	0	0	15	3.73	0.030
	US, CAN	EU(o.UK)	J	UK	CH		
SBC*	3	90	0	1	2		

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der Tabellen 5, 6 und 7

*) Anteile im SBC Global Portfolio (XEU) Income, ohne Geldmarkt (August 1998)

ZEI Papers

ZEI Policy Paper B97-01	A Stability Pact for Europe (a Forum organized by ZEI)
ZEI Policy Paper B97-02	Employment and EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Policy Paper B97-03	Liberalising European Markets for Energy and Telecommunications: Some Lessons from the US Electric Utility Industry (Tom Lyon and John Mayo)
ZEI Policy Paper B97-04	Macroeconomic Stabilization with a Common Currency: Does European Monetary Unification Create a Need for Fiscal Insurance or Federalism? (Kenneth Kletzer)
ZEI Policy Paper B98-01	Budgeting Institutions for Aggregate Fiscal Discipline (Jürgen von Hagen)
ZEI Policy Paper B98-02	Trade with Low-Wage Countries and Wage Inequality (Jaleel Ahmad)
ZEI Policy Paper B98-03	Central Bank Policy in a More Perfect Financial System (Jürgen von Hagen and Ingo Fender)
ZEI Policy Paper B98-04	The EMU's Exchange Rate Policy (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Policy Paper B98-05	Estimating a European Demand for Money (Bernd Hayo)
ZEI Policy Paper B98-06	Monetary Union, Asymmetric Productivity Shocks and Fiscal Insurance: an Analytical Discussion of Welfare Issues (Kenneth M. Kletzer)
ZEI Policy Paper B98-07	Designing Voluntary Environmental Agreements in Europe: Some Lessons from the U.S. EPA's 33/50 Program (John W. Maxwell)
ZEI Working Paper B98-08	Money-Output Granger Causality Revisited: An Empirical Analysis of EU Countries (Bernd Hayo)
ZEI Working Paper B98-09	US Monetary Policy AND Monetary Policy and the ESCB (Robert L. Hetzel)
ZEI Policy Paper B98-10	Der Wettbewerb der Rechts- und politischen Systeme in der Europäischen Union (Martin Seidel)

ZEI Working Paper B98-11	Exchange Rate Regimes in the Transition Economies: Case Study of the Czech Republic: 1990-1997 (Julius Horvath)
ZEI Policy Paper B98-11A	Die Bewertung der „dauerhaft tragbaren öffentlichen Finanzlage“ der EU Mitgliedstaaten beim Übergang zur dritten Stufe der EWWU (Rolf Strauch)
ZEI Working Paper B98-12	Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero (Athanasios Orphanides and Volker Wieland)
ZEI Working Paper B98-13	Fiscal Policy and Intranational Risk-Sharing (Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B98-14	Free Trade and Arms Races: Some Thoughts Regarding EU-Russian Trade (Rafael Reuveny and John Maxwell)
ZEI Working Paper B98-15	Can Taxing Foreign Competition Harm the Domestic Industry? (Stefan Lutz)
ZEI Policy Paper B98-16	Labour Market & Tax Policy in the EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B99-01	The Excess Volatility of Foreign Exchange Rates: Statistical Puzzle or Theoretical Artifact? (Robert B.H. Hauswald)
ZEI Working Paper B99-02	The Consequences of Labour Market Flexibility: Panel Evidence Based on Survey Data (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-03	The Macroeconomics of Happiness (Rafael Di Tella, Robert MacCulloch and Andrew J. Oswald)
ZEI Working Paper B99-04	The Finance-Investment Link in a Transition Economy: Evidence for Poland from Panel Data (Christian Weller)
ZEI Working Paper B99-05	Tumbling Giant: Germany's Experience with the Maastricht Fiscal Criteria (Jürgen von Hagen and Rolf Strauch)
ZEI Working Paper B99-06	Productivity Convergence and Economic Growth: A Frontier Production Function Approach (Christopher M. Cornwell and Jens-Uwe Wächter)

ZEI Working Paper B99-07	Comovement and Catch-up in Productivity Across Sectors: Evidence from the OECD (Christopher M. Cornwell and Jens-Uwe Wächter)
ZEI Working Paper B99-08	The Connection Between More Multinational Banks and Less Real Credit in Transition Economies (Christian Weller)
ZEI Working Paper B99-09	Monetary Policy, Parameter Uncertainty and Optimal Learning (Volker Wieland)
ZEI Working Paper B99-10	Financial Liberalization, Multinational Banks and Credit Supply: the Case of Poland (Christian Weller)
ZEI Policy Paper B99-11	Financial Supervision and Policy Coordination in the EMU (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum / Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B99-12	Size Distortions of Tests of the Null Hypothesis of Stationarity: Evidence and Implications for Applied Work (Mehmet Caner and Lutz Kilian)
ZEI Working Paper B99-13	Financial Fragility or What Went Right and What Could Go Wrong in Central European Banking? (Christian E. Weller and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B99-14	Industry Effects of Monetary Policy in Germany (Bernd Hayo and Birgit Uhlenbrock)
ZEI Working Paper B99-15	Financial Crises after Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness? (Christian E. Weller)
ZEI Working Paper B99-16	Multinational Banks and Development Finance (Christian E. Weller and Mark J. Scher)
ZEI Working Paper B99-17	Stability of Monetary Unions: Lessons from the Break-up of Czechoslovakia (Jan Fidrmuc, Julius Horvath and Jarko Fidrmuc)
ZEI Working Paper B99-18	Why are Eastern Europe`s Banks not failing when everybody else`s are? (Christian E. Weller and Bernard Morzuch)
ZEI Working Paper B99-19	The Evolution of Monetary Policy in Transition Economies (Ali M. Kutan and Josef C. Brada)
ZEI Working Paper B99-20	Subnational Government Bailouts in Germany (Helmut Seitz)

ZEI Working Paper B99-21	The End of Moderate Inflation in Three Transition Economies? (Josef C. Brada and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B99-22	Partisan Social Happiness (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-23	Informal Family Insurance and the Design of the Welfare State (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-24	What Makes a Revolution? (Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B99-25	Micro and Macro Determinants of Public Support for Market Reforms in Eastern Europe (Bernd Hayo)
ZEI Working Paper B99-26	Skills, Labour Costs, and Vertically Differentiated Industries: a General Equilibrium Analysis (Stefan Lutz and Alessandro Turrini)
ZEI Working Paper B00-01	Monetary Union and Fiscal Federalism (Kenneth Kletzer and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B00-02	Inflation Bias and Productivity Shocks in Transition Economies: The Case of the Czech Republic (Josef C. Brada, Arthur E. King and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B00-03	Integration, Disintegration and Trade in Europe: Evolution of Trade Relations During the 1990`s (Jarko Fidrmuc and Jan Fidrmuc)
ZEI Policy Paper B00-04	A New Political Culture in the EU – Democratic Accountability of the ECB (Christa Randzio-Plath)
ZEI Working Paper B00-05	Liberalization, Democracy and Economic Performance during Transition (Jan Fidrmuc)
ZEI Working Paper B00-06	The Demand for Money in Austria (Bernd Hayo)
ZEI Policy Paper B00-07	EMU and Economic Growth in Europe (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum / Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B00-08	The Effectiveness of Self-Protection Policies for Safeguarding Emerging Market Economies from Crises (Kenneth Kletzer)
ZEI Working Paper B00-09	Rational Institutions Yield Hysteresis (Rafael Di Tella and Robert MacCulloch)
ZEI Working Paper B00-10	The Importance of Domestic Political Institutions: Why and How Belgium and Italy qualified for EMU (Mark Hallerberg)

ZEI Working Paper B00-11	A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies (Lucjan T. Orłowski)
ZEI Policy Paper B00-12	Rechtsetzung und Rechtsangleichung als Folge der einheitlichen europäischen Währung (Martin Seidel)
ZEI Working Paper B00-13	Back to the Future: The Growth Prospects of Transition Economies Reconsidered (Nauro F. Campos)
ZEI Working Paper B00-14	Sources of Real Exchange Rate Fluctuations in Transition Economies: The Case of Poland and Hungary (Selahattin Dibooglu and Ali M. Kutun)
ZEI Working Paper B00-15	Regional Risksharing and Redistribution in the German Federation (Jürgen von Hagen and Ralf Hepp)
ZEI Policy Paper B00-16	The European Central Bank: Independence and Accountability (Christa Randzio-Plath and Tommaso Padoa-Schioppa)
ZEI Policy Paper B00-17	Rückführung der Landwirtschaftspolitik in die Verantwortung der Mitgliedsstaaten? – Rechts- und Verfassungsfragen des Gemeinschaftsrechts (Martin Seidel)
ZEI Working Paper B00-18	Budget Processes: Theory and Experimental Evidence (Karl-Martin Ehrhart, Roy Gardner, Jürgen v. Hagen and Claudia Keser)
ZEI Working Paper B00-19	Income Dynamics and Stability in the Transition Process – General Reflections applied to the Czech Republic (Jens Hölscher)
ZEI Working Paper B00-20	Breaking-Up a Nation, from the Inside (Etienne Farvaque)
ZEI Working Paper B01-01	Divided Boards: Partisanship through Delegated Monetary Policy (Etienne Farvaque, Gaël Lagarde)
ZEI Working Paper B01-02	The Konstanz Seminar on Monetary Theory and Policy at Thirty (Michele Fratianni, Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B01-03	Preferences over Inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness (Rafael di Tella, Robert J. MacCulloch and Andrew J. Oswald)
ZEI Working Paper B01-04	The Determination of Unemployment Benefits (Rafael di Tella and Robert J. MacCulloch)

ZEI-Policy Paper B01-05	Trade Rules and Global Governance: A Long Term Agenda / The Future of Banking (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/ Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B01-06	Opposites Attract: The Case of Greek and Turkish Financial Markets (Konstantinos Drakos and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B01-07	The Convergence of Monetary Policy between Candidate Countries and the European Union (Josef C. Brada and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B01-08	The Functioning of Economic Policy Coordination (Jürgen von Hagen and Susanne Mundschenk)
ZEI Working Paper B01-09	Democracy in Transition Economies: Grease or Sand in the Wheels of Growth? (Jan Fidrmuc)
ZEI Working Paper B01-10	Integration of the Baltic States into the EU and Institutions of Fiscal Convergence: A Critical Evaluation of Key Issues and Empirical Evidence (Ali M. Kutan and Niina Pautola-Mol)
ZEI Working Paper B01-11	Inflationary Performance in a Monetary Union with Large Wage Setters (Lilia Cavallari)
ZEI Policy Paper B01-12	The Impact of Eastern Enlargement on EU-Labour Markets / Pensions Reform Between Economic and Political Problems (Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum/Forum Economique Franco-Allemand)
ZEI Working Paper B01-13	German Public Finances: Recent Experiences and Future Challenges (Jürgen von Hagen und Rolf R. Strauch)
ZEI Working Paper B01-14	Formal Fiscal Restraints and Budget Processes as Solutions to a Deficit and Spending Bias in Public Finances – U.S. Experience and Possible Lessons for EMU (Rolf Strauch and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B01-15	Programs without Alternative: Public Pensions in the OECD (Christian E. Weller)
ZEI Working Paper B01-16	Sources of Inflation and Output Fluctuations in Poland and Hungary: Implications for Full Membership in the European Union (Selahattin Dibooglu and Ali M. Kutan)

You can download these papers at the ZEI web site www.zei.de

ZEI Working Paper B01-17	Executive Authority, the Personal Vote, and Budget Discipline in Latin American and Caribbean Countries (Mark Hallerberg and Patrick Marier)
ZEI Working Paper B01-18	Monetary Policy in Unknown Territory The European Central Bank in the Early Years (Jürgen von Hagen and Matthias Brückner)
ZEI Working Paper B01-19	Detrending and the Money-Output Link: International Evidence (R.W. Hafer and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B01-20	An Empirical Inquiry of the Efficiency of Intergovernmental Transfers for Water Projects based on the WRDA Data (Anna Rubinchik-Pessach)
ZEI Working Paper B01-21	Balkan and Mediterranean Candidates for European Union Membership: The Convergence of their Monetary Policy with that of the European Central Bank (Josef C. Brada and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B01-22	Strategic Delegation and International Capital Taxation (Matthias Brückner)
ZEI Working Paper B01-23	Migration and Adjustment to Shocks in Transition Economies (Jan Fidrmuc)
ZEI Working Paper B01-24	Disintegration and Trade (Jarko and Jan Fidrmuc)
ZEI Working Paper B01-25	Monetary Convergence of the EU Candidates to the Euro: A Theoretical Framework and Policy Implications (Lucjan T. Orlowski)
ZEI Working Paper B01-26	Regional Effects of Terrorism on Tourism: Evidence from Three Mediterranean Countries (Konstantinos Drakos and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B01-27	Investor Panic, IMF Actions, and Emerging Stock Market Returns and Volatility: A Panel Investigation (Bernd Hayo and Ali M. Kutan)
ZEI Policy Paper B01-28	Political Economy of the Nice Treaty: Rebalancing the EU Council / The Future of European Agricultural Policies (Forum Economique Franco-Allemand / Deutsch-Französisches Wirtschaftspolitisches Forum)

ZEI Working Paper 01-29	Is Kazakhstan vulnerable to the Dutch Disease? (Karlygash Karalbayeva, Ali M. Kutan and Michael L. Wyzan)
ZEI Working Paper B02-01	Does Inflation Targeting Matter? (Manfred J.M. Neumann and Jürgen von Hagen)
ZEI Working Paper B02-02	The Euro System and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges (Karlheinz Ruckriegel and Franz Seitz)
ZEI Working Paper B02-03	The Choice of Exchange Rate Systems: An Empirical Analysis for Transition Economies (Jürgen von Hagen and Jizhong Zhou)
ZEI Working Paper B02-04	Asymmetric Monetary Policy Effects in EMU (Volker Clausen and Bernd Hayo)
ZEI Working Paper B02-05	Real and Monetary Convergence Within the European Union and Between the European Union and Candidate Countries: A Rolling Cointegration Approach (Josef C. Brada, Ali M. Kutan and Su Zhou)
ZEI Working Paper B02-06	Is there Asymmetry in Forward Exchange Rate Bias? Multi-Country Evidence (Su Zhou and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B02-07	Perspektiven der Erweiterung der Europäischen Union (Martin Seidel)
ZEI Working Paper B02-08	Has the Link between the Spot and Forward Exchange Rates Broken Down? Evidence from Rolling Cointegration Tests (Ali M. Kutan and Su Zhou)
ZEI Working Paper B02-09	Monetary Policy in the Euro Area – Lessons from the First Years (Volker Clausen and Bernd Hayo)
ZEI Policy Paper B02-10	National Origins of European Law: Towards an Autonomous System of European Law? (Martin Seidel)

ZEI Working Paper B02-11	The Eurosystem and the Art of Central Banking (Gunnar Heinsohn and Otto Steiger)
ZEI Working Paper B02-12	Argentina: The Anatomy of a Crisis (Jiri Jonas)
ZEI Working Paper B02-13	De Facto and Official Exchange Rate Regimes in Transition Economies (Jürgen von Hagen and Jizhong Zhou)
ZEI Working Paper B02-14	The Long and Short of It: Global Liberalization, Poverty and Inequality (Christian E. Weller and Adam Hersh)
ZEI Working Paper B02-15	Does Broad Money Matter for Interest Rate Policy? (Matthias Brückner and Andreas Schabert)
ZEI Working Paper B02-16	Regional Specialization and Concentration of Industrial Activity in Accession Countries (Iulia Traistaru, Peter Nijkamp and Simonetta Longhi)
ZEI Working Paper B02-17	Specialization and Growth Patterns in Border Regions of Accession Countries (Laura Resmini)
ZEI Working Paper B02-18	Regional Specialization and Employment Dynamics in Transition Countries (Iulia Traistaru and Guntram B. Wolff)
ZEI Working Paper B02-19	East Germany: Transition with Unification, Experiments and Experiences (Jürgen von Hagen, Rolf R. Strauch and Guntram B. Wolff)
ZEI Working Paper B02-20	The Impact of News, Oil Prices, and International Spillovers on Russian Financial Markets (Bernd Hayo and Ali M. Kutan)
ZEI Working Paper B02-21	Nominal and Real Stochastic Convergence within the Transition Economies and to the European Union: Evidence from Panel Data (Ali M. Kutan and Taner M. Yigit)
ZEI Working Paper B02-22	Der Staat als „Lender of Last Resort“ – oder: Die Achillesferse des Eurosystems (Otto Steiger)
ZEI Policy Paper B02-23	Legal Aspects of European Economic and Monetary Union (Martin Seidel)

ZEI Working Paper B02-24	The Effects of Quotas on Vertical Intra-Industry Trade (Stefan Lutz)
ZEI Working Paper B02-25	Trade Policy: „Institutional“ vs. „Economic“ Factors (Stefan Lutz)
ZEI Working Paper B02-26	Monetary Convergence and Risk Premiums in the EU Candidate Countries (Lucjan T. Orlowski)
ZEI Working Paper B02-27	Poverty Traps and Growth in a Model of Endogenous Time Preference (Debajyoti Chakrabarty)
ZEI Working Paper B02-28	Inequality, Politics and Economic Growth (Debajyoti Chakrabarty)
ZEI Working Paper B02-29A	Growth and Business Cycles with Imperfect Credit Markets (Debajyoti Chakrabarty)
ZEI Working Paper B02-29B	Trade Agreements as Self-Protection (Jennifer Pédussel Wu)
ZEI Working Paper B02-30	An Adverse Selection Model of Optimal Unemployment Insurance (Marcus Hagedorn, Shok Kaul and Tim Mennel)
ZEI Working Paper B03-01	Die Wirtschafts- und Währungsunion im rechtlichen und politischen Gefüge der Europäischen Union (Martin Seidel)
ZEI Working Paper B03-02	Commuting in the Baltic States: Patterns, Determinants, and Gains (Mihails Hazans)
ZEI Working Paper B03-03	Europäische Steuerkoordination und die Schweiz (Stefan H Lutz)