

Betrifft: Vortrag von Herrn Generaldirektor Dkfm.Dr. Androsch vor
Fédération Internationale des Bourses de Valeurs
am 12. April 1983, 10.00 Uhr im Festsaal der Börse

Die Aktie und
Risikokapital
in Österreich

Die längerfristige Entwicklung und die gegenwärtige Lage der Wiener Aktienbörse müssen im Zusammenhang mit ihren strukturellen Besonderheiten gesehen werden. Das Fehlen gesamter Branchen als Folge der Verstaatlichung und des Vorherrschens mittelständischer Unternehmen in der österreichischen Industrie führte nämlich zu einem gewissen Eigenleben des heimischen Aktienmarktes. Neben einigen Publikumsgesellschaften prägt den Wiener Platz vor allem der Handel in Aktien von Unternehmen mit mehreren Großaktionären oder einem Syndikat von Aktionären. Dadurch ist der Markt verschiedentlich etwas eingeeengt. Dazu trug auch bei, daß in Österreich die Banken aus verschiedenen Gründen, auf die hier nicht näher eingegangen werden kann, bei einer Reihe von Gesellschaften Großaktionäre geworden sind. Es gibt daher in Wien auch Papiere mit sehr engem Markt, bei denen die Kursausschläge bei kleinen Umsätzen größer sein können, als bei großen Umsätzen in den breiter gestreuten Werten. Auch die Nachfrageseite des Aktienmarktes unterscheidet sich teilweise von jener des Auslands, worauf ich später noch näher zurückkommen werde.

Wiener Aktien-
börse 1957
bis 1982

In der Entwicklung der Wiener Aktienbörse lassen sich in den vergangenen zweieinhalb Jahrzehnten vier Perioden unterscheiden. Auf den kräftigen Kursanstieg auf breiter Front Ende der 50-er-Jahre folgte im Frühjahr 1962 im Einklang mit den ausländischen Plätzen ein Kurseinbruch. Diesem schloß sich in Wien ein weiterer langsamer Rückgang des Kursniveaus in den 60-er-Jahren an, das im Jahre 1968 einen Tiefpunkt erreichte. In der Folge lösten am Aktienmarkt mehrere Faktoren eine Trendumkehr aus:

- Eine Hochkonjunktur verbunden mit kräftigen Zuwachsraten der privaten Einkommen;
- die Möglichkeit, Rücklagen ohne steuerliche Nachteile in Aktienkapital umzuwandeln und dadurch die Anlegerrentabilität der Aktie zu verbessern;
- sowie ein relativ niedriger Kapitalmarktzins.

Bis zum Frühjahr 1973 machten die Notierungen der Dividendenpapiere das verlorene Terrain nahezu wieder wett. Seither ging das Kursniveau kontinuierlich unter Schwankungen zurück und erreichte im Herbst 1982 ein neues historisches Tief (vergleichen Sie bitte mit Abbildung 1). Bei einzelnen Papieren bewegten sich die Kurse naturgemäß in etwas anderem Rhythmus. Vor allem in den 70-er-Jahren führte eine bessere Transparenz und fundamentalanalytische Wertpapierinformationen - die Creditanstalt stellte und stellt solche im breiten Umfang der Kundschaft zur Verfügung - zu einer stärkeren Differenzierung des Marktes. Dem Einfluß, der von der Konkurrenz attraktiverer Veranlagungsmöglichkeiten in Form hochrentierlicher Einlagen und festverzinslicher Wertpapiere ausgeht, konnte sich allerdings auf Dauer aber kein Dividendenpapier entziehen.

Im Rückblick sind sich die Finanzanalytiker darüber einig, daß Anfang der 60-er-Jahre das Kursniveau inländischer Aktien gemessen am Substanz- und Ertragswert überhöht war, doch der große Abstand der gegenwärtigen Börsenbewertung zum Kursniveau von damals ist aber damit noch nicht befriedigend erklärt.

Hervorragende
gesamtwirt-
schaftliche
Leistung in
Österreich

Die vergleichsweise schlechte Performance der inländischen Aktien wird umso unverständlicher, wenn man die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Österreichs jener der wichtigsten Industrieländer gegenüberstellt. Die New York Stock Exchange hat 1981 eine Studie "U.S. Economic Performance in a Global Perspective" veröffentlicht. Darin wird versucht, die wirtschaftliche Leistung der Länder seit 1960 in einer einzigen Maßzahl auszudrücken, dem sogenannten "Economic Performance Index (EPI)". Diesen Index erhält man, wenn die reale Wachstumsrate durch die Summe aus Arbeitslosenrate und Inflationsrate dividiert und im Quotient der Dezimalpunkt um zwei Stellen nach rechts verschoben wird. Die in einer Tabelle der erwähnten Studie dargestellten Länder haben wir um das Ergebnis der Berechnungen für Österreich erweitert (Abbildung 2 und Tabelle 1 finden Sie in Ihren Unterlagen). Danach lag die wirtschaftliche Leistung Österreichs in der Periode 1960 bis 1973 mit 72,3 an vierter Stelle, d.h. im Mittelfeld. In der Periode 1974 bis 1980 folgt Österreich mit 36,6 knapp hinter Japan (37,8) und deutlich vor den übrigen Ländern - an zweiter Stelle.

Ende der Auf-
holperiode -
Arrangement
mit EG

Diese gesamtwirtschaftliche Leistung ist umso bemerkenswerter, als in den 70-er-Jahren das Ende der Aufholperiode der österreichischen Wirtschaft mit dem Arrangement Österreichs mit den Europäischen Gemeinschaften zusammenfiel, das in vielen Branchen zu einer Verschärfung des Wettbewerbs auf dem Inlandsmarkt führte. Zudem wirkte sich die Verteuerung der Energie in Österreich stärker aus, da das Land neben der Wasserkraft, die schon großteils genutzt wird, über eine vergleichsweise geringe eigene Energiebasis verfügt (Nettoimporttante: fast 70 %). Dies erzwang neuerlich eine schubweise Anpassung der Erzeugung an veränderte Verhältnisse. Beschleunigt wurde gleichzeitig die Verlagerung der Fertigung zahlreicher Güter - genannt seien stellvertretend nur Textilien und Stahl - in Entwicklungsländer, vor allem in die sogenannten Schwellenländer.

Stürmische
Änderung der
Wechselkurse

Daneben beeinflussten naturgemäß die stürmischen Änderungen der Wechselkurse, aber auch der Zinssätze die Ertragsrechnung der Gesellschaften. Dadurch verloren inländische Aktien gegenüber anderen heimischen Anlagekategorien und ausländischen Werten vorübergehend ihre Konkurrenzfähigkeit. Dies beeinflusste selbstverständlich die Disposition der Anleger und damit der Börsenbewertung.

Kapitalmarkt-
rendite an-
fallend
attraktiver

Hinzu kommt, daß das rasche Wirtschaftswachstum zu einem hohen Kapitalbedarf führte. Dadurch lag in den letzten zweieinhalb Jahrzehnten die Kapitalmarktrendite durchwegs deutlich über der durchschnittlichen Bruttorendite von Dividendenpapieren, die vor allem bei institutionellen Anlegern eine Abkehr vom Aktienmarkt auslöste.

Entgegen den Verhältnissen an anderen Plätzen hatten überdies die Aktien in Österreich bei der Privatkundschaft eine Wettbewerbsverzerrung gegenüber den festverzinslichen Wertpapieren in Kauf zu nehmen. Nach dem Zweiten Weltkrieg mit seinen verheerenden Folgen mußte Österreich zunächst aufgebaut werden. Dazu gehörte nach Beseitigung der ärgsten Not auch die Wiederbelebung des Kapitalmarktes mit Hilfe steuerlicher Anreize. Von 1958 bis 1976 hat deshalb jeder unbeschränkt Steuerpflichtige festverzinsliche Wertpapieren bis zum Nominale von S 100.000,-- steuerbegünstigt erwerben können. Die Begünstigung bestand

darin, daß auf Antrag 15 % des Nennwertes vom Staat rückerstattet wurden. In den Jahren 1977 und 1978 wurde die Steuerbegünstigung auf 10 % des Nennwertes und vom 1.1.1979 bis 6.9.1979 auf 5 % vermindert. Geblieben ist die Einkommensteuerfreiheit der Zinsen aus im Emissionsjahr angeschafften festverzinslichen Wertpapieren, deren mittlere Laufzeit mindestens acht Jahre beträgt. Rückblickend kann gesagt werden, daß die steuerliche Förderung des Kapitalmarktes nach einer gewissen Anlaufzeit durchaus erfolgreich war. Ende 1982 war ein Anleihevolumen von rd. 257 Mrd.S im Umlauf.

Zur aktuellen Lage

Lassen Sie mich nun kurz die aktuelle Lage skizzieren:

Im Jahre 1982 hinterließ die weltweite Wirtschaftsrezession, deren Ende sich im Vorjahr noch nicht abzeichnete, entsprechende Spuren am heimischen Aktienmarkt. Gemessen am CA-Aktienindex gab das Kursniveau inländischer Werte um knapp 10 % nach. Der Kursrückgang hielt fast das ganze Jahr über an. Weder die aus der Zinssenkung in den USA kommenden Impulse für die Aktienmärkte noch die im Inland ebenfalls fallenden Zinsen, vermochten der Kursentwicklung vorerst eine andere Richtung zu geben. Lediglich die Versicherungswerte blieben von den krisenhaften gesamtwirtschaftlichen Tendenzen im wesentlichen unberührt. Auch in den ersten sechs Wochen des laufenden Jahres hielt der Kursrückgang auf breiter Front an: Der CA-Aktienindex lag Mitte Februar mit 48,48 um 5,9 % unter dem Stand vom Jahresultimo 1982.

Ende der Rezession

Im Februar 1983 signalisierten die Wirtschaftsforscher erstmals seit längerer Zeit ein Ende der Rezession in Österreich. Der Rückgang der Auftragseingänge aus dem Auslande kam zum Stillstand, die Unternehmer empfanden die Fertigwarenlager nicht mehr als zu groß, weshalb im Zusammenhang mit der leichten Belebung in Westeuropa und in den Vereinigten Staaten für das zweite Halbjahr 1983 eine leichte konjunkturelle Erholung erwartet wird. Die aktive Leistungsbilanz im Jahre 1982, der erste Aktivsaldo seit 1969, die stark ermäßigte Inflationsrate, der Rückgang der Ölpreise sowie das wieder normalisierte Zinsniveau bilden die ökonomische Voraussetzung auch für die Ertragsverbesserung der Gesellschaften. Tatsächlich hat auch die Börse reagiert: Allein von Mitte Februar bis Ende März 1983 zog das Kursniveau um knapp 10 % an, wobei der Aufschwung auf breiter Front

erfolgte. Hatten zunächst ausländische institutionelle Investoren die fundamentalanalytisch billigen Werte der Wiener Börse entdeckt, belebte sich in der Folge auch die inländische Nachfrage. Seit Ende 1982 legten die Brauereien zwischen 12 % und 30 % sowie die Baustoffwerte rund 20 % zu; einzelne im Ausland gut bekannte Rohstoffwerte, wie z.B. Veitscher, erzielten ebenfalls Kursgewinne bis zu 21 %. Dank dem Einfluß von Sonderfaktoren, wozu auch ein ziemlich enger Markt zählt, notierte Neusiedler zuletzt um 33 % über dem Niveau von Ende 1982.

Die Inflationsrate ist auch in Österreich schneller als erwartet auf ein vernünftiges Maß eingedämmt worden, so daß sich ein Spielraum für eine expansivere Wirtschaftspolitik öffnete. Obgleich sich dadurch die fundamentalen Einflußfaktoren verbesserten, ist dennoch eine aktive Förderung der Aktie zur Aufbringung von Risikokapital notwendig.

Besteuerung der Kapital- einkünfte

In diesem Zusammenhang mag es für Sie von Interesse sein, auf die Besteuerung der Kapitaleinkünfte in Österreich im Vergleich zu einigen wichtigen Ländern näher einzugehen. In der schon erwähnten Studie "U.S. Economic Performance in a Global Perspective" sind auch Zahlen über die Steuerlast auf Einkünfte aus Kapitalerträgen in mehreren Ländern veröffentlicht. Der Berechnung lag die Annahme eines Jahreseinkommens von 99.000 US-\$ zugrunde, bestehend aus 50.000 US-\$ Gehalt, 10.000 US-\$ Dividenden und 5.000 US-\$ Zinseinkünften sowie 34.000 US-\$ Vermögenszuwachs (Verkaufsgewinn). Wir haben unter den gleichen Annahmen die Besteuerung der Einkünfte aus Wertpapiervermögen in Österreich ermittelt (Abbildungen 3 und 4). Danach betrug diese Steuerlast im Jahre 1980 in Österreich 16,3 Prozent. Geringfügig niedriger wurden die Kapitaleinkünfte in Japan und in der BRD besteuert, merklich geringer in Frankreich und Italien. Demgegenüber war die Steuerlast in Kanada, Großbritannien, USA und Schweden, mehr als doppelt so hoch als in Österreich. Dies erklärt sich daraus, daß in unserem Land der Verkaufsgewinn (capital gains) nicht besteuert wird. Die Dividendeneinkünfte unterliegen bei uns unter den getroffenen Annahmen einer Einkommensteuer von 55,06 Prozent, die Zinseinkünfte einer solchen von 49,56 Prozent. Im internationalen Vergleich liegt unser Land damit im Spitzen- bzw. Mittelfeld.

Aushöhlung der
Eigenkapital-
basis

In Österreich werden die Aufwendungen für Fremdkapitalzinsen steuerlich als Abzugspost anerkannt, die Ausschüttung der Dividende unterliegt aber - wenn auch mit dem halben Satz - der Körperschaftsteuer. Dadurch ist die Finanzierung mit Eigenkapital steuerlich diskriminiert. Nicht zuletzt diese Diskriminierung trug zu einer Aushöhlung der Eigenkapitalbasis in Österreich bei. Nach einer Studie der Oesterreichischen Nationalbank belief sich in der österreichischen Industrie im Jahre 1957 der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme im Durchschnitt auf 55 %; bis zum Jahre 1967 ging der Eigenkapitalanteil auf 44 % zurück; bis zum Jahre 1977 beschleunigte sich die Erosion des Eigenkapitals auf 23 %. Im abgelaufenen Jahr waren weniger als 20 % der gesamten Aktiva der österreichischen Industrie mit Eigenmitteln finanziert. Der Bedarf an Eigenkapital wird durch eine weitere Zahl unterstrichen: Im Jahre 1980 verfügte ein Viertel der Industriegesellschaften nur über 8,5 % oder weniger an Eigenkapital.

Aufbringung
von Risiko-
kapital durch
Genußscheine

Die Rückwirkung des Loi Monory in Frankreich, der Tax Incentive Funds in Schweden sowie die Aktienförderung in Belgien auf die jeweiligen Börsen legen daher nahe, auch in Österreich die Aufbringung von Risiko- kapital künftig stärker zu fördern. Einen Schritt in diese richtige Richtung stellte zweifellos das Kapitalbeteiligungsfondsgesetz 1982 dar. Dadurch wird die Bereitstellung von Finanzierungsmitteln an die Unternehmen um ein neues Instrument bereichert. Die Kapitalbeteiligungsfonds-Gesellschaften stellen den Unternehmen Eigenkapital auf Zeit zur Verfügung und refinanzieren sich durch die Ausgabe von Genußscheinen. Der Erwerber eines solchen Genußscheines hat Anspruch auf die anteiligen Erträge der Beteiligungsunternehmen. Aufwendungen für den Kauf von Genußscheinen werden bis zu einem Betrag von S 40.000,-- pro Jahr und Steuerpflichtigen zuzüglich S 40.000,-- für den nicht erwerbstätigen Ehegatten und S 10.000,-- pro Jahr für jedes Kind als Sonderausgaben anerkannt und reduzieren damit das zu versteuernde Einkommen. Fünf Beteiligungsfondsgesellschaften legten schon im ersten Jahr des Inkrafttretens dieses Gesetzes Genußscheine für knapp eine Milliarde Schilling auf. Sie umfassen stille Beteiligungen an erstklassigen Unternehmen unterschiedlicher Größenordnung und Branchen im ganzen Bundesgebiet. Ganz allgemein kann festgestellt werden, daß die Gesellschaften diese neue Finanzierungsform entdeckt haben und immer stärker

in ihre Überlegungen einbeziehen. Ich möchte der Hoffnung Ausdruck geben, daß dieser neuen Finanzierungsform in absehbarer Zeit ähnliche steuerliche Maßnahmen zur Belebung des Interesses an der Aktie zur Seite gestellt werden. Dies erscheint umso notwendiger, als es sich bei den Fondsbeteiligungen letztlich um Eigenmittel auf Zeit - nämlich zehn Jahre - handelt, während Aktienkapital auf Dauer zur Verfügung steht.

Dividenden-
zahlung -
steuerwirk-
same Abzugs-
posten

Risikokapital hat zweifellos seinen Preis. Auch der Staat, der in den vergangenen Jahrzehnten der Eigenfinanzierung einen geringeren Stellenwert eingeräumt hat, müßte dazu zumindest anfänglich einen entsprechenden Beitrag leisten. In Anlehnung an das schwedische Modell, wonach Dividendenzahlungen bereits wie Fremdkapitalzinsen als Betriebsausgabe gelten, könnte er die Eigenkapitalbeschaffung durch Ausgabe von Aktien wesentlich erleichtern. Diesem Modell ist zweifellos gegenüber dem Anrechnungsverfahren, wie es z.B. in der BRD gilt, der Vorzug einzuräumen.

Eingangs habe ich darauf hingewiesen, daß in Österreich Familienunternehmen vorherrschen. Vor allem als Folge der vorhin erwähnten steuerlichen Diskriminierung des Eigenkapitals war bisher eine Börsennotierung wenig gefragt, obzwar eine solche mit dem schon lange bestehenden Freiverkehr gerade im Interesse der mittelständischen Unternehmen wesentlich erleichtert worden ist. Da mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums die Selbstfinanzierung industrieller Investitionen erschwert wird, könnte eine Beseitigung der steuerlichen Nachteile der Eigenfinanzierung das Interesse an einer Börsennotierung fördern. Dadurch könnte der inländische Aktienmarkt die notwendige Verbreiterung erfahren.

Förderung der
Nachfrage nach
Aktien

Der Förderung des Angebotes müßte eine solche der Nachfrage zur Seite gestellt werden. Durch eine Erhöhung des Freibetrages für kapitalertragsteuerepflichtige Einkünfte von Arbeitnehmern von derzeit S 7.000,- auf zumindest das Doppelte würde ein wichtiger Anreiz geschaffen werden, Ersparnisse in Aktien zu veranlagen.

Außerdem erscheint die steuerliche Begünstigung des Erwerbs von Belegschaftsaktien zweckmäßig zu sein. Nach dem Ergebnis einer Untersuchung

der New York Stock Exchange haben Mitte 1981 32,260.000 Amerikaner Aktien oder Investmentzertifikate besessen, um 2,000.000 mehr Aktionäre als 1980. Nicht weniger als ein Drittel der neuen Aktionäre haben ihre ersten Papiere im Rahmen von Betriebsaktienplänen erworben. Finanzielle Vorteile, die der Arbeitnehmer durch den Kauf solcher Aktien erhält, sollten daher in Österreich allgemein einkommensteuerfrei sein. Dafür gibt es in der BRD ein Vorbild, wo die Einkommensteuer dann entfällt, wenn der Unterschiedsbetrag zwischen Börsenkurs und Kaufpreis nicht höher ist als die Hälfte des Börsenkurses und die Belegschaftsaktie fünf Jahre im Depot des Arbeitnehmers verbleibt. Die gezielte Förderung in unserem Nachbarland hatte auch entsprechenden Erfolg: Im Vorjahr hat die Zahl der Belegschaftsaktionäre nach seriösen Schätzungen knapp 1,000.000 erreicht. In der Schweiz, wo die Förderung von Belegschaftsaktien erheblich später einsetzte, haben 70.000 Arbeitnehmer im Rahmen von Betriebsaktionen Aktien ihres Arbeitgebers erworben.

Über die einkommensteuerrechtliche Förderung hinaus wäre auch die Frei-
stellung der Aktie als Risikopapier von der Vermögensteuer vorstellbar. Wenn dies aus Gründen der Steuersymmetrie nicht möglich ist, sollten in Ergänzung zu den bestehenden Freibeträgen für österreichische Teil-
schuldverschreibungen, Pfand- und Kommunalbriefe entsprechende Freibe-
träge auch für Aktien eingeführt werden.

Aktionärs-
freundliche
Dividenden-
politik

Unter derart verbesserten Umfeldbedingungen fiel es auch den Aktien-
gesellschaften leichter entsprechende Beiträge zur Belebung des Aktien-
marktes zu leisten. So könnten die Gesellschaften in ihrer Aus-
schüttungspolitik entsprechend den Verhältnissen an den meisten auslän-
dischen Plätzen die Höhe der Ausschüttung am tatsächlich erwirtschaftete-
ten Ertrag ausrichten. Dadurch würde den kleinen Privatanlegern und den
institutionellen Investoren, soweit sie die Aktie ausschließlich als
Anlageinstrument auffassen, eine flexiblere Veranlagung ermöglicht.

Häufigere kleine Kapitalerhöhungen, d.h. eine bewußte Forcierung der
Schütt-aus/Hol-zurück-Politik, würde die Aufmerksamkeit der Anleger
immer wieder auf den Aktienmarkt lenken. Sie würde den Markt auch

weniger belasten als seltene hohe Kapitalerhöhungen. Der Bezugspreis für junge Aktien sollte dabei so festgesetzt werden, daß er für neue Aktionäre auch einen Anreiz bietet.

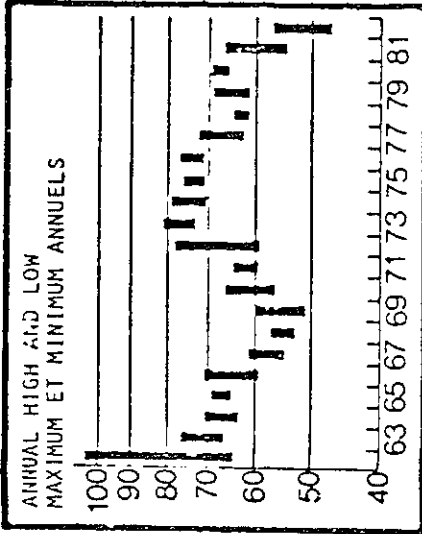
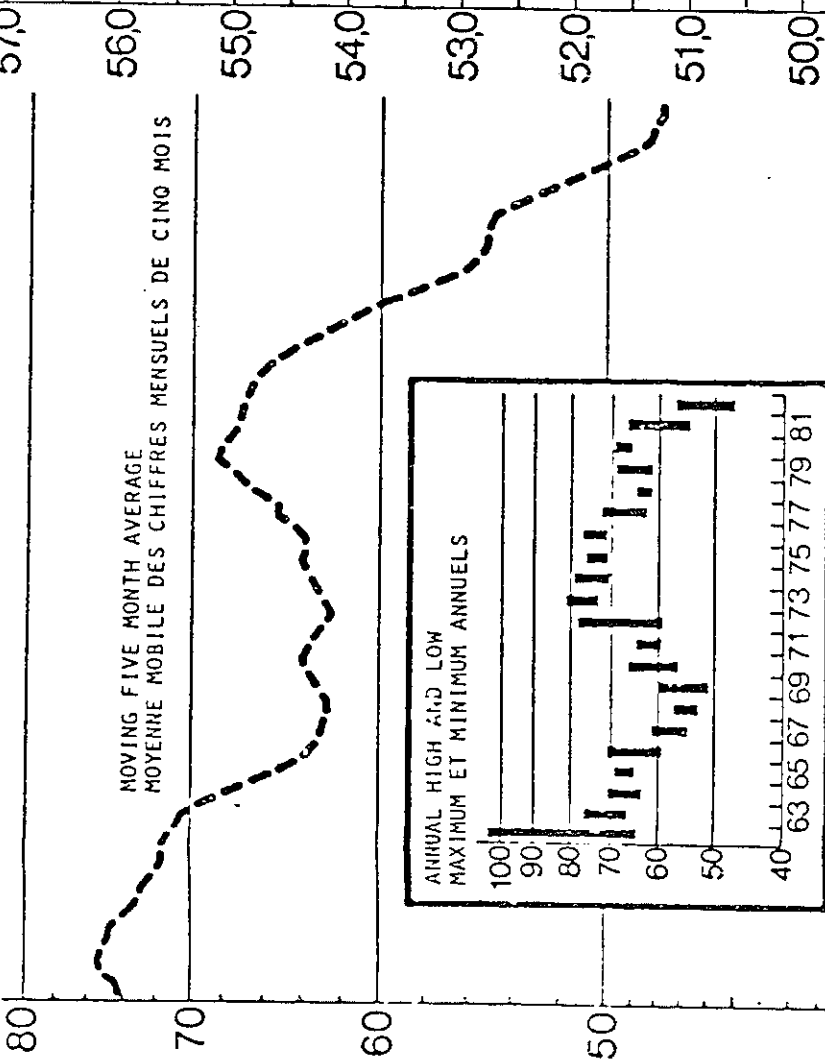
Schluß-
merkungen

Lassen Sie mich kurz zusammenfassen:

Durch eine gezielte Wirtschaftspolitik ist es in Österreich gelungen, einen funktionsfähigen Kapitalmarkt wieder aufzubauen. Die Normalisierung des Zinsniveaus, die von der Abkehr einer extremen monetaristischen Geldpolitik in den USA eingeleitet worden ist, hat auch in Österreich zu einem Rückgang des Kapitalmarktzinses nahezu auf das Niveau des langjährigen Durchschnitts geführt. Durch die Änderung des wirtschaftlichen Klimas, die Rückkehr eines gewissen Konjunkturoptimismus in den USA und Deutschland wurden Aktien wieder "interessant". Die Verringerung der Renditedifferenz zwischen festverzinslichen Papieren und Aktien hat auch in unserem Land das Interesse an der Aktie etwas belebt. Aus diesem Grund sind alle Maßnahmen zu begrüßen, welche inländische Aktien für den Anleger attraktiver machen.

Gewisse Voraussetzungen dafür wurden in Österreich schon geschaffen. Dazu zählen liberale Devisenvorschriften, d.h. praktisch keinerlei Beschränkungen im Transfer von Kapital und Einkünften daraus für ausländische Investoren, sowie Doppelbesteuerungsabkommen mit fast allen Staaten. Nicht zuletzt wurde die Öffentlichkeit bereits für die wichtige Rolle des Risikokapitals in einer modernen Wirtschaft sensibilisiert.

CA-SHARE INDEX (2.1.1962 = 100)
 INDICE - CA DES ACTIONS (2.1.1962 = 100)

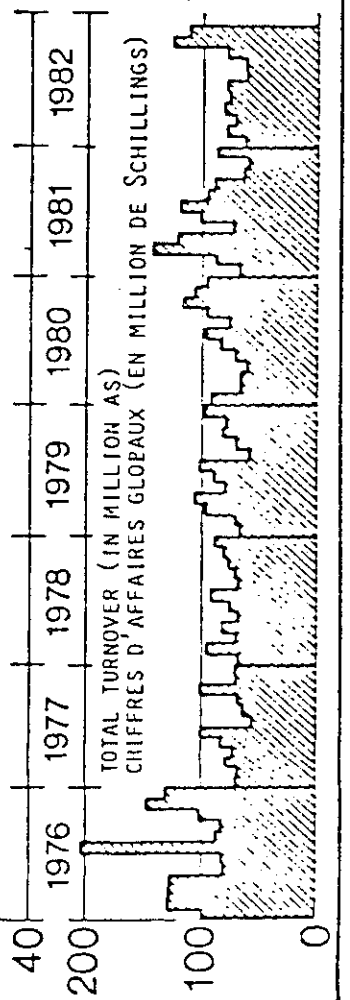


DAILY MOVEMENT
 EVOLUTION JOURNALIÈRE DE LA BOURSE

»1982«

57,0
56,0
55,0
54,0
53,0
52,0
51,0
50,0

JAN FEB MRZ APR MAI JUN JUL AUG SEPT OKT NOV DEZ



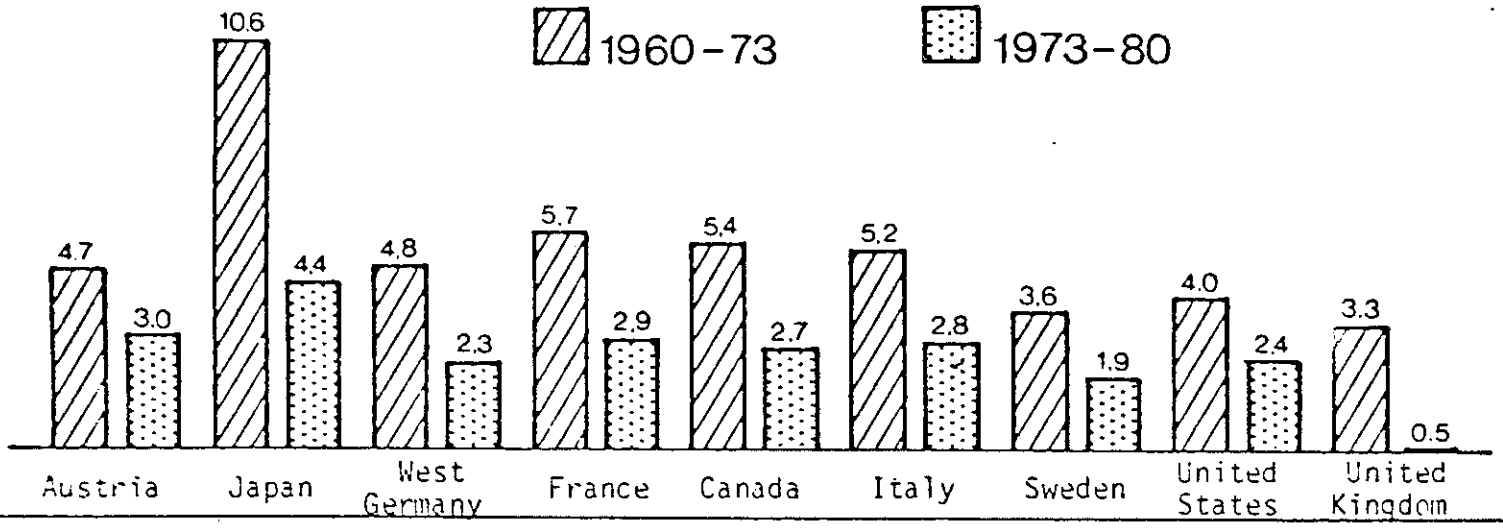
40
200
100
0

1976 1977 1978 1979 1980 1981 1982



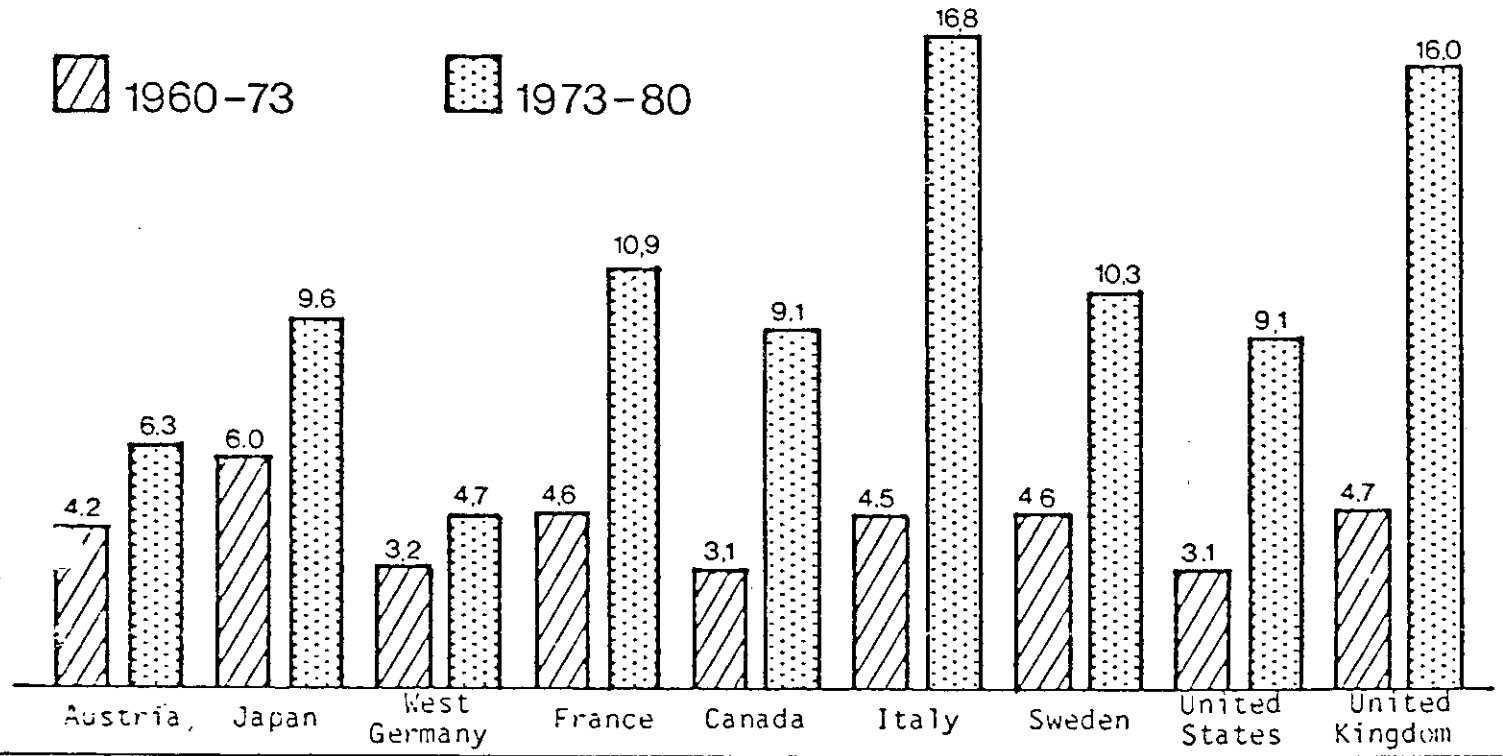
RÉAL ECONOMIC GROWTH (AVERAGE ANNUAL PERCENT CHANGE)

CROISSANCE ÉCONOMIQUE RÉELLE (MOYENNE ANNUELLE DES VARIATIONS EN %)



CONSUMER PRICE INDEX (AVERAGE ANNUAL PERCENT CHANGE)

INDICE DES PRIX AU CONSOMMATEUR (MOYENNE ANNUELLE DES VARIATIONS EN %)



UNEMPLOYMENT RATES (AVERAGE RATES FOR PERIOD)

TAUX DE CHÔMAGE (TOUX MOYEN POUR LA PÉRIODE)

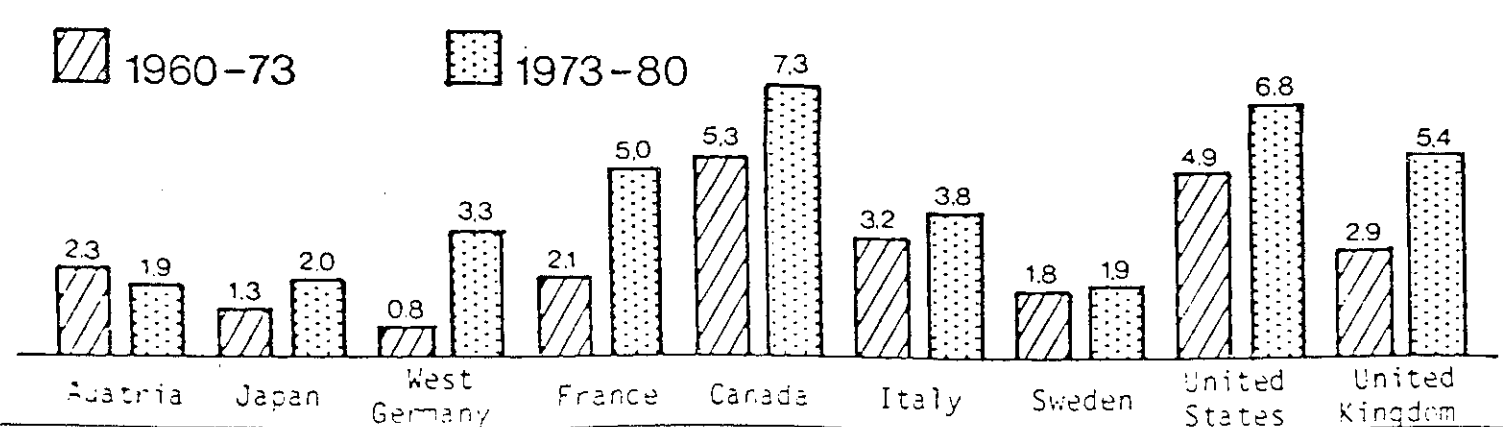




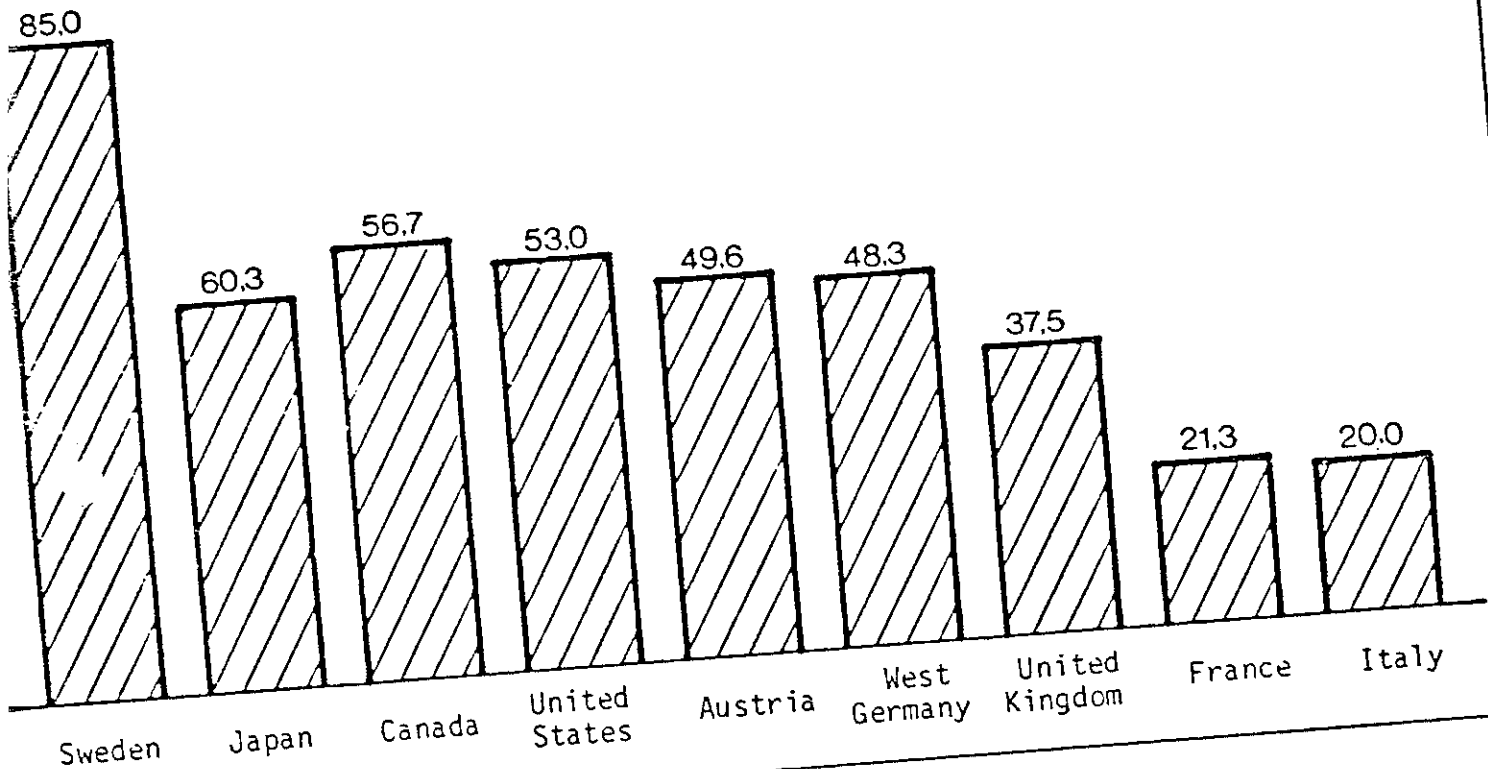
Table 1

Economic Performance Index,
Index des résultats économiques
1960-73 and 1974-80

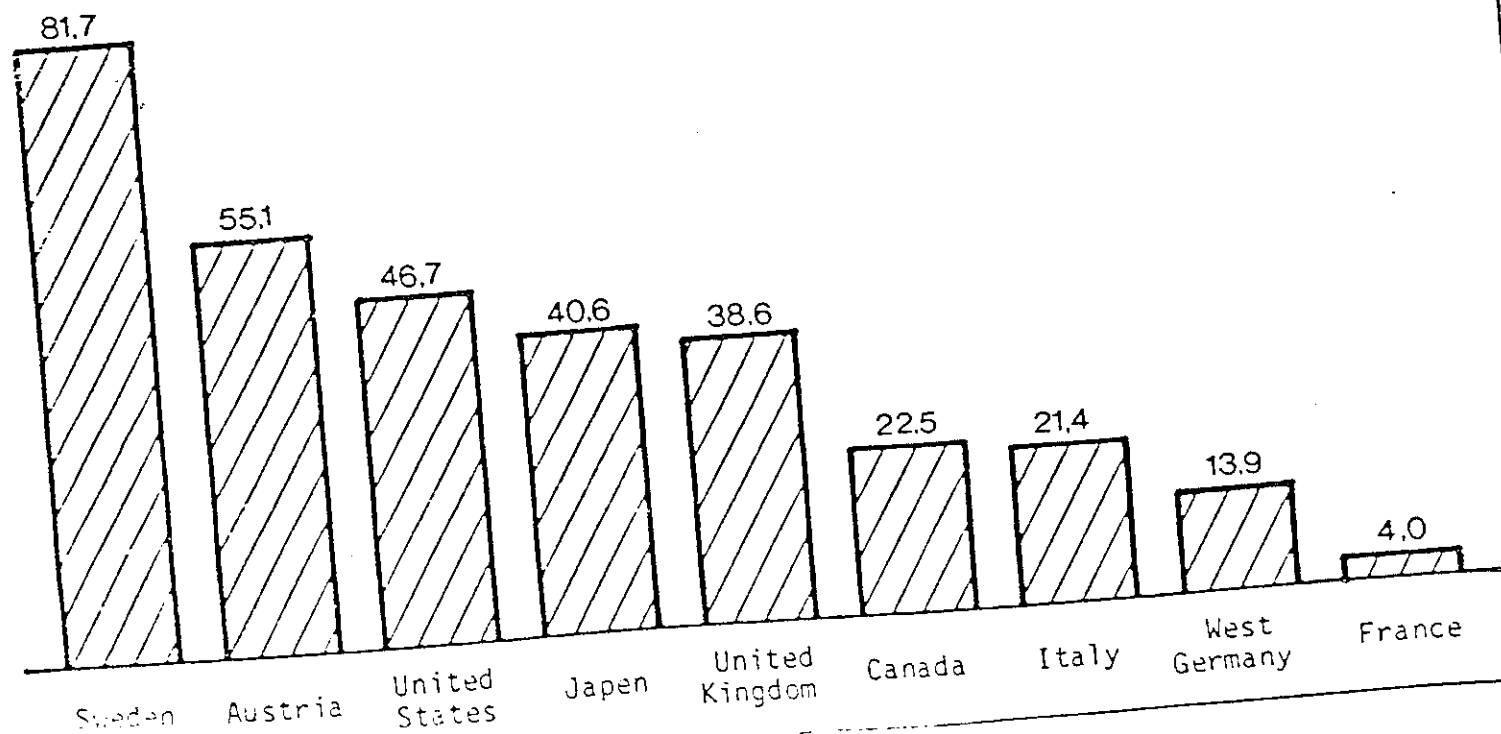
	1974-80		1960-73
Japan	37.8	Japan	145.9
Austria	36.6	West Germany	123.9
West Germany	29.0	France	85.5
France	18.0	Austria	72.3
Canada	16.5	Italy	67.7
Sweden	15.3	Canada	64.2
United States	15.2	Sweden	55.6
Italy	13.4	United States	50.4
United Kingdom	2.2	United Kingdom	43.1

SOURCE: NEW YORK STOCK EXCHANGE: US ECONOMIC PERFORMANCE IN A GLOBAL PERSPECTIVE, NEW YORK; CA's own calculation.

ON A DOLLAR'S WORTH OF INTEREST INCOME
IMPÔT SUR UN DOLLAR DE REVENU EN INTÉRÊTS



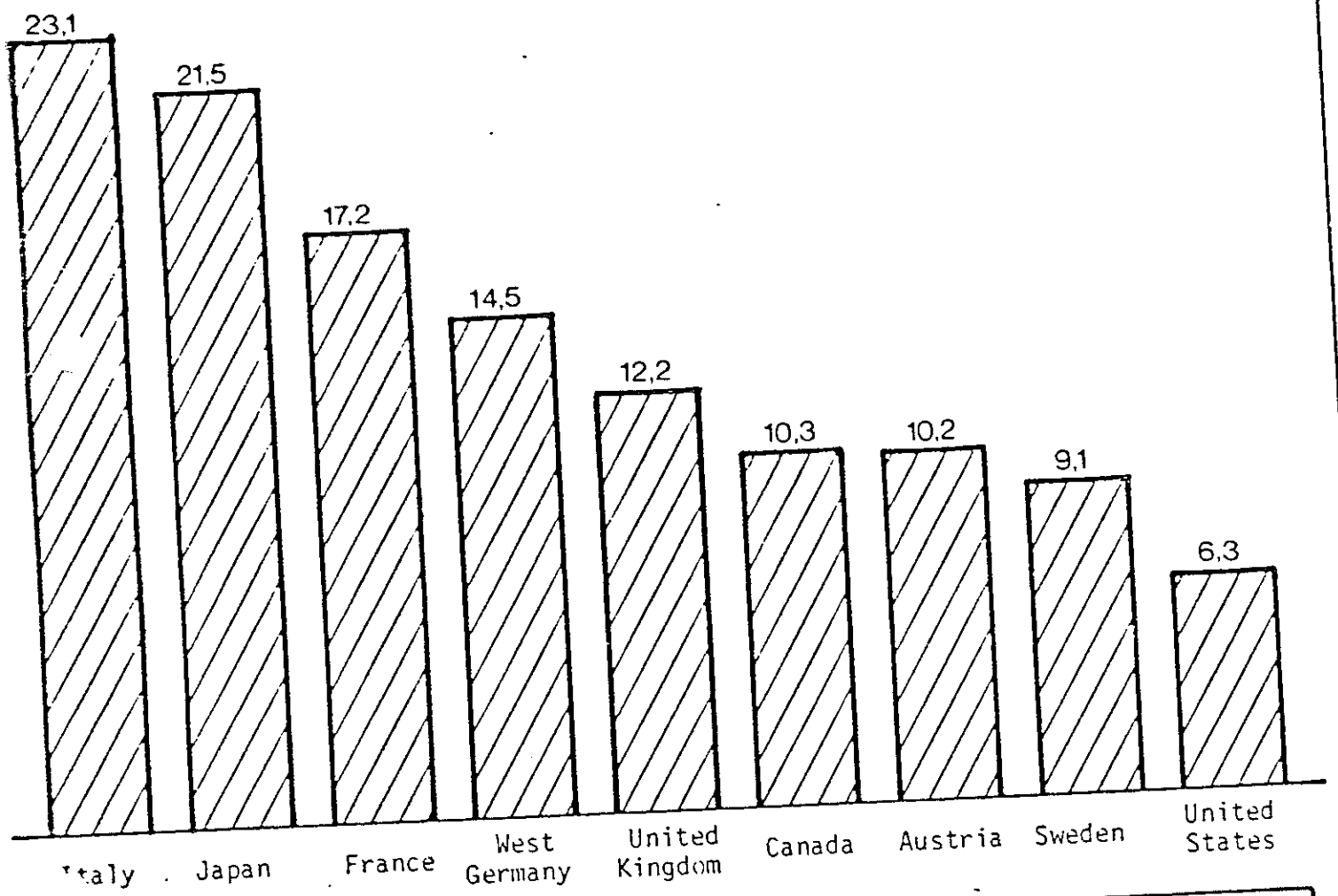
TAX ON A DOLLAR'S WORTH OF DIVIDEND INCOME
IMPÔT SUR UN DOLLAR DE REVENU EN DIVIDENDES



PERSONAL SAVING RATES AND INDIVIDUAL INVESTMENT TAX BURDENS
 TAUX D'ÉPARGNE ET CHARGE FISCALE PAR HABITANT



%



6,4¢	14,4¢	7,3¢	11,8¢	32,5¢	30,0¢	16,3¢	52,7¢	33,5¢
------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

TAX BURDON ON INVESTMENT INCOME
 IMPÔT SUR UN DOLLAR DE REVENU EN CAPITAL