

# Fiscale divergentie

**Het komt niet vaak voor dat Europese en Chinese aandelen stijgen terwijl Amerikaanse aandelen dalen. Dat wordt voor een belangrijk deel bepaald door de verschillen in fiscaliteit.**

Op het eerste gezicht lijkt het logisch om de Amerikaanse tarievenoorlog de schuld te geven van de opmerkelijke divergentie op de wereldwijde aandelenmarkt dit jaar. Het lijkt ook logisch gezien de eerdere Amerikaanse euforie in contrast met de zwartgalligheid rondom Europa en China. Zelfs de breed uitgemeten verschillen in waardering zouden als verklaring kunnen worden gebruikt voor deze beweging. Toch wordt de divergentie vooral veroorzaakt door ontwikkelingen op fiscaal gebied.

Zowel in de eurozone als in China werd jarenlang te veel gespaard en onvoldoende geconsumeerd. Beide regio's waren daarvoor genoodzaakt te vertrouwen op de export. Door de druk van Donald Trump en Vladimir Poetin gaat de komende Duitse regering onder leiding van Friedrich Merz de komende 12 jaar in totaal € 1 biljoen investeren. Op jaarbasis betekent dit 1% tot 2% extra economische groei per jaar. Niet iedereen in de eurozone beschikt over de financiële verhoudingen om Duitsland te volgen, al doet Nederland er met nog betere balansverhoudingen waarschijnlijk verstandig aan dat wel te doen. De Duitse investeringen compenseren niet alleen voor de gebrekkige consumptie in dat land, maar ook voor eventuele Amerikaanse importtarieven. China doet hetzelfde door het begrotingstekort structureel met 2 procentpunt op te laten lopen.

De export uit Europa en China werd voor een belangrijk deel geconsumeerd in de Verenigde Staten, maar dit jaar trapt de

Amerikaanse overheid op de fiscale rem. De importtarieven blijken tegen de verwachtingen in niet alleen een methode om iemand tot de onderhandelingstafel te dwingen, maar ook om inkomsten te genereren. In normaal Nederlands heet dit het verhogen van de belastingen. Daar blijft het niet bij. DOGE zorgt ervoor dat grote groepen ambtenaren eruit vliegen. Ook het immigratiebeleid raakt de eindvraag. Onder Scott Bessent moet het begrotingstekort dalen van meer dan 6% naar uiteindelijk 3%. De Amerikaanse overheid durft zelfs een recessie niet uit te sluiten. Deze fiscale rem in de VS wordt verkocht onder de noemer van eerst het zuur en daarna het zoet.

De grote vraag voor beleggers is nu of er een einde is gekomen aan de jarenlange underperformance van aandelen buiten de Verenigde Staten. De kansen daarop zijn door deze ontwikkelingen duidelijk toegenomen, maar toch blijft er nog genoeg te wensen over. De Europese arbeidsmarkt is niet flexibel. Europa is veel te genereus als welvaartsstaat en nog altijd zijn er nergens zo veel regels als in Europa. Naast het ruimere fiscale beleid moet Europa structureel de aanbodzijde van de economie stimuleren. Met een beetje geluk zorgen Trump en de Argentijnse Javier Milei, gesteund door het Draghi-rapport, voor zo'n verandering, maar met dergelijke hervormingen trek je meestal geen kiezers. De verandering wordt dit keer mogelijk gemaakt door de gecombineerde dreiging van Trump en Poetin. Verder draait alles om de dollar. De enige periode dat aandelen uit de eurozone beter presteerden dan Amerikaanse aandelen was tussen 2002 en 2008. Het was bovendien de dalende dollar versus de euro die deze outperformance kon verklaren. Mogelijk is een zwakkere dollar de komende jaren opnieuw een steun in de rug. Allemaal dankzij deze fiscale divergentie. ■



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel