

DET AMERIKANSKE PRESIDENTVALGET

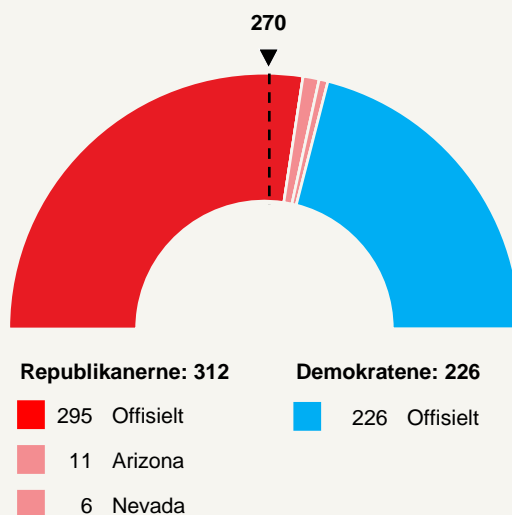
Valget i USA er et faktum, og det blir en **ny 4-års periode for Donald Trump i Det hvite hus**. Senatet får republikansk flertall, mens situasjonen i Representantenes hus fortsatt er uavklart.

I forkant av valget har aktørene i finansmarkedene etter beste evne forsøkt å **prise inn sannsynligheten for seier** for de to kandidatene og deres politikk. Det er krevende å vurdere dette presist, men oddsen utledet fra bettingmarkedene og samtalen i «markeds-kommentariatet» tilsier at markedene priset inn en liten overvekt mot at Trump ville vinne valget. Dermed tilsier valgresultatet et mindre behov for re-prising enn det en Harris-seier ville gjort.

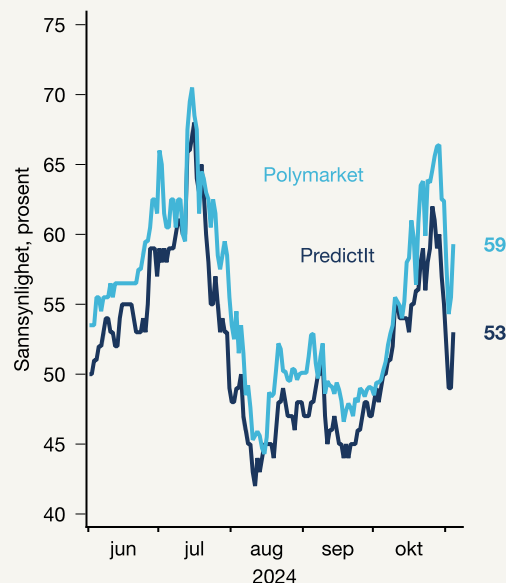
Finansmarkedene har vært preget av forholdsvis store bevegelser etter valget. Både korte og lange statsobligasjonsrenter har steget markert. Dollar har styrket seg betydelig mot valutaene til USAs handelspartnere. Amerikanske aksjer har fått seg et betydelig løft, mens prisen på Bitcoin har satt nye historiske toppnoteringer.

Formålet med denne rapporten er å gi våre investeringskunder et inntrykk av hvordan vi i Handelsbanken Wealth & Asset Management vurderer utfallet av valget i USA. Rapporten vil gjennomgå de viktigste politiske grepene som Trump har annonsert gjennom valgkampen og utsiktene for å få dem gjennomført. Videre vil vi ta for oss de økonomiske konsekvensene av denne politikken, og ikke minst, hvilke konsekvenser det kan få for de finansielle markedene. Vårt fokus vil i hovedsak være på aksjemarkedene, men ettersom rentemarkedene legger viktige premisser for prisingen av aksjer, har vi også kommentert forventninger til renteutviklingen. I Handelsbankens porteføljevaltning er vi globalt eksponert i aksjemarkedene. Våre analyser knyttet til aksjemarkedene er først og fremst rettet mot amerikanske aksjer. Samtidig er markedsutviklingen i USA så førende for utviklingen i øvrige regionale markeder, at våre kortsiktige forventninger til amerikanske aksjer i det store og det hele kan ses på som forventninger til globale aksjer.

Figur 1: Fordeling av valgmann



Figur 2: Bettingmarkedenes prising av Trump-seier før valgdagen



Kilde: Macrobond, Bloomberg

Økonomisk politikk:

De to presidentkandidatene har gjennom kampanjeperioden sagt og lovet mye når det kommer til den økonomiske politikken. En gjennomgang av løftene vil alltid komme med det forbeholdet at presidentkandidater ofte sliter med å gjennomføre den varslede politikken selv når de vinner embetet. PolitiFact (websiteside for faktasjekking) har estimert at Trump gjennomførte 23 prosent av sine kampanjeløfter i sin forrige presidentperiode, mens det samme tallet for Bidens periode er 28 prosent. Kampanjeløftene har en tendens til å bli fremført i et vakuum som ikke tar de harde politiske realitetene inn over seg. Faktum er at mye av politikken på dette området krever flertall i Kongressen. Tabellen på neste side viser noen av **de viktigste løftene og signalene knyttet til økonomisk politikk** for de to kandidatene. Tabellen viser også hvorvidt presidenten kan gjennomføre denne politikken uavhengig av Kongressen, eller om det trengs parlamentarisk flertall for å sette politikken ut i livet.

Ettersom det blir en ny periode for Donald Trump, er det på sin plass med en kort **gjennomgang av valgloftene** som potensielt kan bli viktige for økonomien og for markedsutvikling fremover. Vi tror at særlig fire politikkområder kan sette avtrykk i markedene på kortere og lengre sikt:

- 1) Skatt på selskapenes overskudd (selskapsskatt)
- 2) Bruken av tariffen mot Kina og andre handelspartnere
- 3) Håndteringen av sentralbankens uavhengighet
- 4) Innvandringspolitikken

1) Under Trumps forrige periode, ble den såkalte 2017 Tax Cuts and Jobs Act vedtatt. Med den fikk vi lettelse i både selskapsskatt og personbeskatning. En del av skattelettene på personsiden vil forfalle i 2025, og også noen forhold knyttet til selskapsskatten. Trump har vært tydelig på at han ønsker å **videreføre skattelettene**, og har også sagt at han vil vurdere å redusere skattesatsen for selskaper fra 21 prosent til 15-20 prosent.

2) Selv om også Harris var villig til å innføre spesielle tollsats på kinesiske varer, har Donald Trump gått mye lengre i omfanget av

bruk av tariffen. Han har lovet en **allmenn tollsats på 60 prosent på kinesiske varer**. Han har også luftet en generell tariff på 10-20 prosent på all import i tillegg til å gjeninnføre spesielle tollsats på import av europeisk stål og aluminium.

3) Amerikanske politikere har lang tradisjon i å forsøke å påvirke den amerikanske sentralbanken (Fed). Som kjent skal Fed ta pengepolitiske beslutninger uavhengig av hva som måtte passe den sittende presidenten. I sin første periode kommenterte Trump stadig vekk rentenivået og egne ønsker om hvor renten «burde» ligge. Det er liten grunn til å tro han vil slutte med det nå. De fleste tror også at **sentralbanksjef Powell lever farlig** når åremålet hans skal vurderes i 2026. Muligens vil Trump forsøke å utnevne en sentralbanksjef som i større grad vil ha sympati for å ta politiske hensyn i rentesettingen.

4) **I innvandringspolitikken har det vært store forskjeller mellom kandidatene**. Trump har lovet å sette i gang et massedepoteringsprogram for illegale immigranter. I tillegg ønsker han restriksjoner på immigrasjon fra «terrorplagede» land, samt å oppheve retten til amerikansk statsborgerskap for barn født i USA av udokumenterte foreldre. Trump vil også gjenoppta arbeidet med å bygge «The Wall»; grensegjerdet mot Mexico.

I neste avsnitt vil vi ta for oss de økonomiske og markedsmessige effektene av Trumps politikk. Den politisk uavhengige organisasjonen Committee for a Responsible Budget, har estimert de finanspolitiske konsekvensene av Trumps politiske planer. Deres anslag tilsier at **Trump's politikk vil øke underskuddet på statsbudsjettet** med 7,75 billioner USD (med et utfallsrom fra 1,65 billioner til 15,55 billioner) over de neste 10 årene. Det er omtrent dobbelt så mye som den samme beregningen av Harris' annonserte politikk. Statsgjelden som andel av BNP beregnes å øke fra 99 prosent i dag til 143 prosent i 2035. Dagens politikk vil for øvrig øke denne andelen til 125 prosent i 2035. Begge kandidater var ventet å øke det offentlige underskuddet utover det som allerede ligger inne i dagens politikk, men økningen er altså beregnet å bli større med Trump enn det som hadde vært tilfellet med Harris ved roret.

“...han vil vurdere å redusere skattesatsen for selskaper fra 21 prosent til 15-20 prosent”

“...sentralbanksjef Powell lever farlig når åremålet hans skal vurderes i 2026”

TABELL 1: UTTALT POLITIKK

Politikkområde	Trump	Harris	Krever støtte i Kongressen
Skatt			
- Selskapsskatt	Redusere selskapsskatten fra 21 til 15-20 %	Øke selskapsskatten fra 21 til 28 %, øke skatten på tilbakekjøp av aksjer	✓
- Personbeskatning	La skattesubsidiene på helseforsikring utløpe, avvikle skatt på tips og velferdsutbetalinger	Redusere skatten for fattige, barnefamilier og førstegangskjøpere av bolig, øke skatten for rike (beskatning av kapital og formue)	✓
Tariffer	10-20 % tariff på alle varer, 60 % tariff på kinesiske varer, økte restriksjoner på kinesiske varer knyttet til nasjonal sikkerhet, gjeninnføre tariffen på europeisk stål og aluminium, vurdere om USA skal forlate WTO	Rette tariffen mot geopolitiske rivaler (inkludert Kina), gjøre restriksjonene knyttet til nasjonal sikkerhet mer omfattende	
Sentralbankens uavhengighet	Vil muligens utfordre sentralbankens uavhengighet, sannsynlig at sentralbanksjef Powell ikke får ny periode (utløper mai 2026)	Ingen endringer i sentralbankens uavhengighet, sannsynlig at sentralbanksjef Powell vil få en ny periode (utløper mai 2026)	✓
Energi			
- Tradisjonell energi	Skatteinsentiver for olje- og gassleting, reversere krav til drivstoffeffektivitet		✓
- Fornybar energi	Forsøke å avslutte grønne skatteinsentiver i Inflation Reduction Act (fra 2022), avslutte skattecreditten for elektriske kjøretøy, støtte til karbonfangst, avvikle målsettingen om netto-nullutslipp innen 2050	Utvide insentivene for bruk av elektriske kjøretøy til transport, utvide støtte til karbonfangst, strengere utslippskrav, opprettholde målsetting om netto-nullutslipp innen 2050	✓
Forsvar			
- Forsvarsbudsjettet	Økning i budsjettet til Pentagon, styrke atomforsvaret	Noe økning av forsvarsbudsjettet	✓
- Konfliktløsning	Presse NATO-medlemmer mot økt pengebruk, unngå krig, åpen støtte til Israel, redusere støtten til Ukraina	Alliansebygging som motvekt mot Russland/Kina, full opplutning rundt NATO, støtte til Ukraina, arbeid for våpenhvile i Midtøsten	
Innvandring	Massedepoterer av ulovlige innvandrere, økt grensekontroll, avvikle automatisk statsborgerskap for barn av ulovlige innvandrere	Økt grensekontroll, etablere vei til statsborgerskap, beholde automatisk statsborgerskap for barn av ulovlige innvandrere	

Økonomiske konsekvenser av politikken:

Som omtalt i beskrivelsen av den mest relevante politikken for markedene, tyder det meste på at Trumps agenda vil gi et noe **høyere underskudd på statsbudsjettet** enn Harris'. Samtidig er det uhyre krevende å vurdere hvilke deler av politikken han kan få gjennomslag for i Kongressen. De fleste forslag som har direkte konsekvenser for størrelsen på det offentlige underskuddet, vill han måtte få støtte for i Kongressen.

Det dyreste punktet på Trumps politiske agenda, er ifølge Committee for a Responsible Budgets, skattelettene. Økonomisk teori tilsier også at lavere skatter isolert sett vil gi en mer effektiv økonomi, og dermed høyere ressursutnyttelse. Det vil også bidra til å øke marginene i selskapene, noe som høyst trolig vil gi høyere inntjening.

Utstrakt bruk av **tollsats på import**, vil ifølge teorien kunne bety mindre effektiv handel med

resten av verden og dermed lavere økonomisk vekst og høyere inflasjon. Handelskrigen Trump førte mot Kina og delvis Europa i sin første periode, er beregnet av Congressional Budget Office (driver med uavhengig budsjett-analyse for Kongressen) til å ha redusert BNP med 0,3 prosentpoeng. Slike tall er egnet til å undervurdere en potensiell økonomisk konsekvens av tariffpolitikken under Trump 2.0.

Tollsatsen som har blitt nevnt under kampanjen (60 prosent på kinesiske varer og 10-20 prosent på alle varer) vil trolig gi større økonomiske konsekvenser enn handelspolitikken under Trumps første periode. I dag er den gjennomsnittlige, effektive tollsatsen på all amerikansk import 2,3 prosent. Trumps handelspolitikk vil dermed kunne gi et **kjempehopp i gjennomsnittlige tollsats**. I en nylig publisert studie fra The Budget Lab ved Yale universitet, konkluderes det med at Trumps annonserte tariffsetninger vil kunne redusere den gjennomsnittlige disponible

“I dag er den gjennomsnittlige, effektive tollsatsen på all amerikansk import på 2,3 prosent”

“Samlet anslår The Budget Lab et tap i amerikansk BNP på 0,5-1,4 prosent som følge av økte tollsatser”

realinntekten for en husholdning med mellom USD 1900 og 7600, med særlig sterk effekt på lavinntektsfamilier. Tapet i realinntekter vil hovedsakelig komme som følge av høyere priser i kjølvannet av tariffene. Samlet anslår The Budget Lab et tap i amerikansk BNP på 0,5-1,4 prosent som følge av økte tollsatser.

Disse tallene skulle tilsi at **realpolitiske hensyn** vil føre til at Trump ikke gjennomfører de annonserte handelsbarrierene. I økende grad har han imidlertid brukt høyere tariffen som en motpost mot skattelettelsene han ønsker å gjennomføre. Dermed er handelspolitikken også en sentral forutsetning for den øvrige finanspolitikken. Trump kan også presse igjennom tariffen uten støtte i Kongressen.

Når det gjelder **Trumps relasjon til Fed** og det politiske presset han vil kunne legge på en ny sentralbanksjef fra 2026, er det krevende å vurdere. Mye vil avhenge også av den konjunkturelle situasjonen man da er inne i. De fleste aktuelle kandidatene til jobben, vil trolig også ha tilstrekkelig faglig stolthet til å ikke gå på kompromiss med mandatet til Fed. Samtidig er det ikke uvanlig at det blir lagt press på Fed fra politisk hold, og viktigere enn den faktiske effekten av dette, er kanskje markedets spekulering rundt hvorvidt Fed vil ta politiske hensyn i sine vurderinger.

Trump har gjennom valgkampen lovet å innføre strenge tiltak for å stoppe og reversere ulovlig **innvandring**. Det mest kontroversielle tiltaket er et massedeporteringsprogram for illegale innvandrere. Det er vanskelig å se for seg at han skal kunne gjennomføre noe slikt i det omfanget han har annonsert. Et sånt program vil definitivt bli utfordret i det juridiske systemet. Samtidig vil restriksjoner på innvandring særlig ramme sektorer som i dag får mye av sin arbeidskraft fra innvandring (helse, undervisning, enklere tjenesteyting og bygg og anlegg). En kan også se for seg at USA vil stenge ute en del kompetanse som kunne ha bidratt til økt produktivitet. På dette området er det usikkert hvor langt Trump vil gå, og dermed de økonomiske konsekvensene. Skulle han gjennomføre mye av det han har lovet på dette området, er det god grunn til å vente høyere innenlandsk lønnsvekst som følge av lavere tilbud av arbeidskraft, og muligens også negative effekter på produktivitetsveksten. Slike effekter vil imidlertid trolig spille seg ut over litt tid.

“Den inflatoriske effekten av handelstariffer, samt økningen i offentlige underskudd vil begge – alt annet like – tilsi noe høyere renter”

Konsekvenser for markedene av politikken:

Ettersom **sannsynligheten for Trump-seier steg i ukene før valget**, har vi fått en smakebit på hvordan markedene har vurdert den politiske pakken han har presentert gjennom valgkampen. Samtidig skal en være varsom mot å tolke alle markedsbevegelser de siste ukene i sammenheng med valget.

Samtidig er det vår vurdering at kursutviklingen i aksjemarkedene tidvis har vært preget av **optimisme knyttet til utsiktene for lavere selskapskatt**, eller i det minste en videreføring av dagens regime. Harris hadde som nevnt skatteskjerpelser på agendaen. Trolig har utsiktene til lav selskapskatt vært en positiv driver for aksjemarkedene den siste tiden, og vil kunne være en driver for videre kursgevinster i aksjemarkedene.

På den andre siden, er det vanskelig å se **handelspolitikken** som positiv for aksjemarkedene. Studier viser jo at sannsynlige effekter av økte tollsatser er lavere økonomisk vekst og høyere inflasjon. Begge deler er trolig negativt for aksjemarkedene gjennom en reduksjon av selskapsinntjeningen og press på rentene som følge av høyere prisvekst.

Det er også liten tvil om Trump ikke er som den jevne politiker. På de fleste politikkområder vil det trolig herske **stor usikkerhet** rundt hva som vil komme av konkret politikk. Trump har vist seg som en transaksjonell politiker som bruker både handelspolitikk og sikkerhetspolitikk for å tvinge frem egen globale agenda. Det er en tilnærming som kan skape betydelig usikkerhet rundt hvilken politikk som blir gjennomført når. Usikkerheten kan bli ytterligere forsterket av at fordelingen i Kongressen kan bli splittet mellom de to partiene, og mange store beslutninger vil dermed måtte passere heftig politisk tautrekking i parlamentet. Usikkerhet knyttet til de økonomiske rammebetingelsene for selskapene vil trolig bidra til en høyere aksjepremie (kompensasjonen investorer krever for å eie aksjer heller enn sikre rentepapirer), og dermed isolert sett en negativ justering av aksjekursene.

Det er grunn til å forvente at Trumps samlede politiske agenda vil legge et visst **press på rentene**. Den inflatoriske effekten av handelstariffer, samt økningen i offentlige underskudd vil begge – alt annet like – tilsi noe høyere renter. I forkant av valget har vi da også sett en oppgang i både lange og korte renter. Det skyldes trolig i hovedsak sterkere økonomiske signaler fra amerikansk økonomi, men økende sannsynlighet for Trump-seier kan også ha hatt betydning for utviklingen i rentemarkedene de siste ukene.

Har presidenten hatt noe å si for utviklingen i aksjemarkedet?

Har presidenten og sammensetningen av Kongressen hatt noe å si for utviklingen i aksjemarkedet? Siden 1928 har **avkastningen under demokratiske presidenter vært høyere enn under republikanske presidenter.**

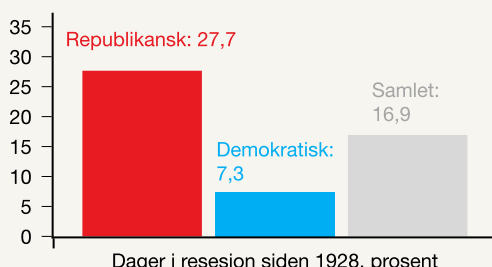
Figur 3: Avkastningen i aksjemarkedet har vært høyere under demokratiske presidenter ...



Kilde: Macrobond, Bloomberg

Avkastningsdifferansen kan imidlertid i stor grad forklares av at **resesjoner har forekommet oftere i perioder med republikanske presidenter**: Siden 1928 har den amerikanske økonomien vært i resesjon over 27 prosent av tiden mens presidenten har vært republikansk, sammenlignet med litt i overkant av syv prosent under demokratisk styre. Korter vi ned på tidsperioden til de siste 50 årene, er tallene fortsatt ganske like: 16 av prosent av tiden med republikansk president og 4 prosent av tiden med demokratisk president. Høyere forekomst av resesjon under republikansk president har trolig mer med tilfeldigheter å gjøre enn at republikanske presidenter har ført politikk som oftere resulterer i økonomiske tilbakeslag.

Figur 4 ... men resesjoner har i større grad inntruffet under republikanske presidenter



Kilde: Macrobond, Bloomberg

Presidentskapet er ikke det eneste som har noe å si for politikken som regjeringen får gjennomført. **Sammensetningen av Senatet og Representantenes hus** er av kritisk betydning. For eksempel vil det bli utfordrende for Trump å få gjennomført de foreslåtte skatteuttene dersom demokratene får kontroll over Representantenes hus. Det kan tenkes at dersom det samme partiet har presidentskapet

og kontroll over Kongressen, vil regjeringen ha et bedre utgangspunkt for å få vedtatt politikk som vil gagne amerikanske husholdninger og økonomien. På den andre siden kan det tenkes at en splitt i makten kan føre til et mer forutsigbart politisk landskap, og en reduksjon i sannsynligheten for store og forstyrrende politiske endringer.

Figur 5 viser avkastningen under ulike kombinasjoner av makt i Det hvite hus og i Kongressen. Vi har også tatt med forekomsten av resesjon under hver sammensetning. Igjen kan forskjellene i avkastning mellom de ulike fordelingene i stor grad tilskrives hvorvidt den amerikanske økonomien var i resesjon eller ikke: kombinasjonene som har gitt høyest avkastning har sammenfalt med perioder med lavest forekomst av resesjon. Det er dermed lite som tyder på at en spesifikk sammensetning av presidentskap og parlamentarisk fordeling gir et bedre grunnlag for avkastning i aksjemarkedet.

Figur 5: Annualisert avkastning, basert på hvem som har makten i det hvite hus og Kongressen

President	Senatet	Repr. Hus	Annualisert avkastning	% periode i resesjon
D	D	R	19,7	0 %
D	R	R	16,3	10 %
D	D	D	9,7	16 %
R	R	D	7,0	40 %
R	R	R	6,1	32 %
R	D	D	5,7	22 %

Ingen forekomst av demokratisk president, republikansk senat og demokratisk kontroll i representantenes hus.

Kilde: Macrobond og Bloomberg

Howdan har markedene reagert rundt presidentvalg?

Usikkerheten i markedet har en tendens til å stige før valg, for så å falle når valgresultatet er klart. Presidentvalg trekkes ofte frem som «årets viktigste begivenhet», og mye oppmerksomhet i media og markedene rettes mot det. Presidentvalg har konsekvenser for økonomisk vekst og kan føre til politiske endringer som kan ha stor innvirkning på økonomien til husholdninger og bedrifter. Valgresultatet kan dermed føre til høyere usikkerhet blant investorer og store prissvingninger i finansmarkedene ettersom investorer priser inn en periode med redusert politisk forutsigbarhet. Perioder med høy usikkerhet er ofte perioder der investorer foretrekker å sette pengene i tryggere investeringer, og vente på å få mer klarhet før de eventuelt kjøper seg inn igjen i mer risikable investeringer.

«resesjoner forekommet oftere i perioder med republikanske presidenter»

«Det er lite som tyder på at en spesifikk sammensetning av presidentskap og parlamentarisk fordeling gir et bedre grunnlag for avkastning i aksjemarkedet»

Figur 7b viser utviklingen i Vix indeksen i ukene før og etter presidentvalg siden 1990. Vix indeksen er et barometer på markedets forventede utfallsrom 30 dager frem i tid. Indeksen stiger ofte i perioder med markedsuro, og for den grunn omtales den ofte som «fryktindeksen».

Vix har en tendens til å stige i ukene før presidentvalget, noe som reflekterer usikkerheten blant investorene rundt valgresultatet og konsekvensene utfallet kan ha for aksjemarkedet. I forkant av årets valg har vi sett dette mønsteret gjenta seg, og Vix indeksen har steget de siste ukene etter å ha ligget på lave nivåer historisk sett gjennom store deler av 2024 (figur 7a). Dette er ikke overraskende ettersom årets valg var ekstremt jevnt, og spennet i potensielle økonomiske utfall var relativt stort. Nedgangen i volatilitet var tydelig etter valgene i 2016 og 2020, to jevne valg der Trump vant og tapte. Selv om Trumps seier i 2016 var overraskende, roet markedet seg kort tid etter valget. Et unntak fra denne trenden var valget i 2000. Valget var omstridt, og det var ikke klart hvem som var vinneren før USAs høyesterett avgjorde valget og valgseieren gikk til George W. Bush nesten

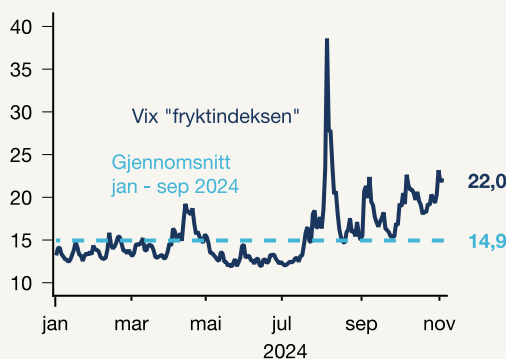
en måned etter valgdagen. Usikkerheten og Vix indeksen forble høy frem til avgjørelsen i Høyesterett, før den til slutt falt (figur 7d).

Historikken viser altså at **usikkerheten i aksjemarkedet har en tendens til å falle etter at valgresultatet er klart.** Dette kan tyde på at aksjemarkedet preges av en form for «lettelse» etter valg, noe som fører til bedre stemning og høyere risikovilje blant investorene. Dette kan tyde på at jo større usikkerheten er i forkant av valget, desto større er potensialet for at markedet i etterkant preges av bedre stemning og økt risikovilje blant investorene. I neste avsnitt har vi sett nærmere på om vi historisk har observert at jevne valg, slik som det vi har vært gjennom i år, skaper mer usikkerhet rundt valgresultatet og potensielle konsekvenser for økonomien og markedene enn mer ensidige valg.

“Vix [fryktindeksen] har en tendens til å stige i ukene før presidentvalget, noe som reflekterer usikkerheten blant investorene”

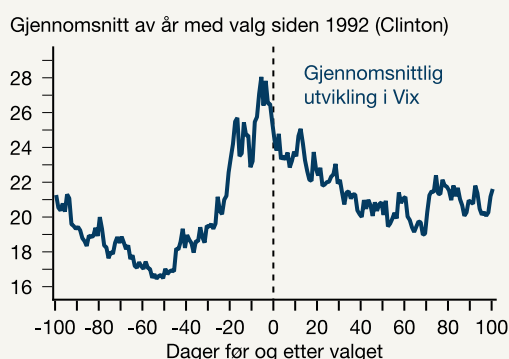
FIGUR 7: VOLATILITET I AKSJEMARKEDET FØR OG ETTER PRESIDENTVALG

Figur 7a: Vix «fryktindeksen» har tatt seg noe opp i forkant av valget ...



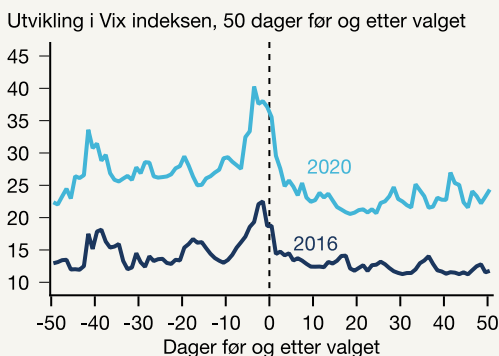
Kilde: Macrobond, Bloomberg

Figur 7b: ... men volatilitet i aksjemarkedet har en tendens til å stige før valg



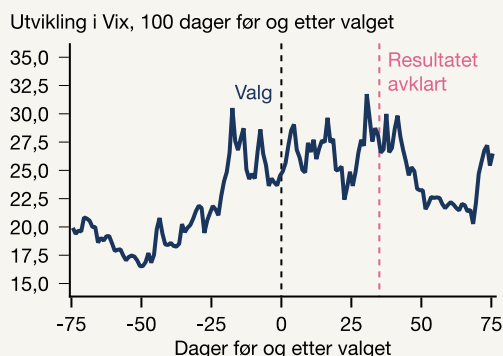
Kilde: Macrobond, Bloomberg

Figur 7c: Volatiliteten spriket før valget i 2016 og 2020, før den falt da resultatet ble kjent



Kilde: Macrobond, Bloomberg

Figur 7d: Unntak ved uavklart valgresultat, som i 2000 under W. Bush v. Gore



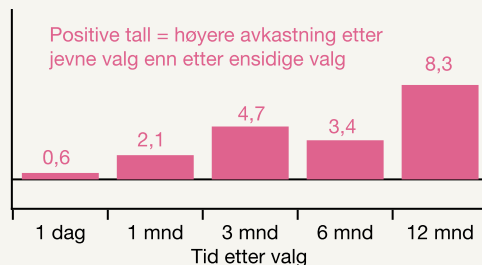
Kilde: Macrobond, Bloomberg

Hvordan har aksjemarkedet gjort det etter jevne og ensidige valg?

For å måle dette, har vi valgt ut de åtte jevneste og de åtte mest ensidige presidentvalgene siden 1928 basert på seiersmarginen i valgmanskollegiet. For eksempel plasseres Trumps seier i 2016 blant de 8 jevneste valgene, mens Reagans dominerende seire i 1980 og 1984 plasseres blant de 8 mest ensidige valgene. Analysen tyder på at aksjeavkastningen i gjennomsnitt har vært høyere etter jevne valg enn etter ensidige valg. Dette kan tolkes som at «lettelsen» som aksjemarkedet opplever etter et valg, forsterkes dersom valget var jevnt. I tillegg er det merkbart at den gjennomsnittlige differansen mellom jevne og ensidige valg er tilstede fra dagen etter til 12 måneder etter valget. Det bør bemerkes at datagrunnlaget er litt tynt siden vi bare har 24 presidentvalg i utvalget, men resultatet er likevel påfallende.

Figur 8: Amerikanske aksjer har gjort det bedre etter jevne valg enn etter ensidige valg

Gjennomsnittlig avkastningsdifferanse mellom jevne og ensidige valg over ulike tidsperioder etter valg*



*Avkastningsdifferanse = avkastning jevne - ensidige valg
Jevne valg: 8 valgene med lavest seiersmargin
Ensidige valg: 8 valgene med høyest seiersmargin

Kilde: Macrobond, Bloomberg

Små- og mellomstore selskaper har en tendens til å gjøre det bedre enn store selskaper etter jevne valg

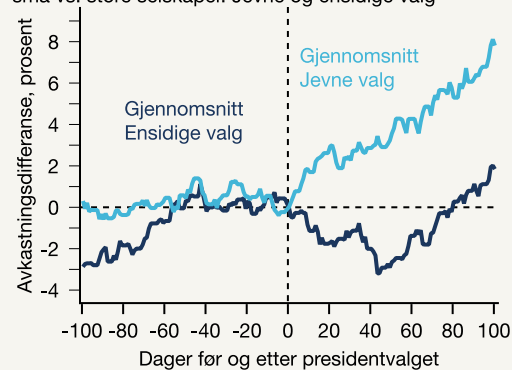
Analysen av volatilitet og aksjeutvikling rundt valget peker mot at usikkerheten faller og risikoviljen til investorer tar seg opp etter valgresultatene er kjent, og at denne effekten forsterkes etter jevne valg. Vi kan teste denne teorien ytterligere ved å se på hvordan selskapstyper med ulike risikoprofiler oppfører seg i perioden rundt presidentvalg. I dette tilfellet har vi sett på hvordan kursutviklingen for **små- og mellomstore selskaper** (småselskaper) og **store selskaper** har vært etter henholdsvis jevne eller ensidige valg. Finansteori tilsier at investeringer i småselskaper er mer risikable enn investeringer i store selskaper. Dette kan blant annet være fordi småselskaper har færre konkurransefortrinn, er mer avhengig av ekstern finansiering, og er mer eksponert for

svingningene i konjunktursyklusen. Investorer krever dermed en høyere forventet avkastning på investeringer i småselskaper for å kompensere for den ekstra risikoen de utsetter seg for.

Figur 9 viser at siden 1928 har småselskaper gitt høyere avkastning enn store selskaper etter jevne valg, men i mindre grad etter ensidige valg. Dette tyder på at **investorer er mer villige til å ta risiko etter jevne valg**, der valgresultatet var svært usikkert på forhånd, og hvor investorer kan ha hatt en mer forsiktig tilnærming til mer risikable investeringer i forkant.

Figur 9: Små- og mellomstore selskaper gjør det bedre enn store selskaper etter jevne valg

Gjennomsnittlig aksjeutvikling rundt valg siden 1928, små vs. store selskaper. Jevne og ensidige valg*



* Avkastning på små- og mellomstore selskaper fratrukket avkastning på store selskaper. Positive tall = Små- og mellomstore selskaper gir høyere avkastning.

Kilde: Macrobond, Bloomberg

Avsluttende bemerkninger rundt markedsimplikasjonen av presidentvalg

Vi kan trekke flere konklusjoner fra analysen av markedsutviklingen rundt tidligere presidentvalg.

For det første har **partiet til presidenten lite å si for avkastning i aksjemarkedet** i presidentperioden. I utgangspunktet kan de historiske avkastningstallene gi inntrykk for at aksjemarkedet gjør det bedre under demokratiske presidenter. En nærmere titt tyder imidlertid på at forskjellen i avkastning mellom demokrater og republikanere i stor grad kan forklares med om økonomien var innom resesjon eller ikke.

Hvorvidt presidentvalget var **jevnt eller ensidig** kan ha mer å si for markedsutviklingen i perioden etter valget. Hypotesen vår er at dette begrunnes i at en form for lettelse brer seg blant investorer etter at valgresultatet er kjent, der risikoviljen blant investorene tar seg opp. Dette samsvarer med at usikkerheten som prises inn i aksjemarkedet før valget har en tendens til å falle etter at valgresultatet er kjent.

“... usikkerheten faller og risikoviljen til investorer tar seg opp etter valgresultatene er kjent, og denne effekten forsterkes etter jevne valg”

“...partiet til presidenten har lite å si for avkastning i aksjemarkedet”

Aksjemarkedet og valget i 2024:

For å vurdere **den kortsiktige effekten av det amerikanske valget på aksjemarkedet**, er det i alle fall tre forhold en bør ta hensyn til:

- 1) Politikken og gjennomføringsevnen til den vinnende kandidaten
- 2) Hvilket utfall som allerede var priset inn i markedet
- 3) Dynamikken knyttet til at usikkerheten rundt valget nå er redusert/elimintert

1) Som nevnt under avsnittet som omhandlet effekten av Trumps politikk på aksjemarkedet, tror vi at markedet i første omgang vil fokusere på **utsiktene for selskapsskatten**. Mens Trump ønsker å redusere denne, har Harris kommunisert en preferanse for det motsatte. Nå tilsier valget av medlemmer til Kongressen at det ikke nødvendigvis blir enkelt å få vedtatt større skatteutt. Uansett er det nå mindre sannsynlig for at enkeltelementer i 2017 Tax Cuts and Jobs Act kan komme til å forfalle under presidentskapet til Trump. Det vil i så fall mest sannsynlig bety et skatteregime på linje med dagens, med en viss sannsynlighet for at vi kan få skatteletter. På litt lengre sikt, tror vi imidlertid at handelspolitikken til Trump kan bli en real utfordring for markedene ettersom oppgangen i gjennomsnittlige tollsatser kan bli betydelig.

2) Det er umulig å være presis på hvilken presidentkandidat markedet «hadde priset inn». I tillegg til presidentskapet, vil en viktig del av **markedets forventninger** til valget være preget av det parlamentariske utfallet. Samlet er det vår vurdering at aksje- og rentemarkedet hadde priset inn en liten overvekt mot en ny periode for Trump til tross for at Harris tok innpå i meningsmålinger og bettingmarkedene de siste dagene opp mot valget. Med Trump-seier er det dermed grunn til å tro at markedene i mindre grad enn ved en triumf for Harris vil måtte reprise valgresultatet. Allikevel er det forskjell på en sannsynlighets- overvekt for et valgutfall, og et endelig resultat. Samlet

sett er det vår vurdering at 1) og 2) på kort sikt vil tilsi medvind for aksjemarkedene til tross for at renteoppgang isolert sett vil kunne legge en demper på kursoppgangen i aksjemarkedene.

3) Som vi har dokumentert i tidligere avsnitt, har det historisk vært en tendens til at **i det valget er avklart** (om ikke formelt, så i alle fall i praksis), så faller usikkerheten blant investorer. Det har ofte vist seg å ha en positiv effekt på kursutviklingen for aksjer i dagene og ukene etter valget. Denne effekten har også vært sterkere ved jevne valg enn ved valg hvor en av kandidatene har vært klar favoritt i forkant. Vi regner med at denne dynamikken vil utspille seg også denne gang, og isolert sett være en støtte for aksjemarkedene den nærmeste tiden. Mindre forutsigbarhet rundt Trumps politikk enn Harris', vil kunne dempe denne effekten noe, men samlet venter vi at valget vil dempe usikkerheten blant investorer.

Det er altså **flere krefter som virker på markedene** samtidig, og trekker i ulike hold. Gitt den direkte effekten som selskapsskatten har på selskapenes marginer, tror vi at denne effekten vil dominere markedsreaksjonene de nærmeste dagene. Samtidig er det krefter som trekker i den andre retningen. I forkant av valget har lange renter trukket en del opp. Det er vår vurdering at deler av oppgangen kan knyttes til en økende innprising av Trumps politikk, og da særlig høyere tariffier og mer ekspansiv finanspolitikk. Med en Trump-seier ser vi for oss at rentene kan komme til å stige litt videre på kort sikt og dermed være en motvind for prisingen av aksjer. Til slutt vil redusert usikkerhet knyttet til valgresultatet kunne bety fallende aksjepremie (kompensasjonen investorer krever utover trygge renter for å eie aksjer). Det er også en positiv faktor for aksjemarkedene.

Til tross for en mer uforutsigbar politikk under Trump, ser vi for oss at valgresultatet samlet sett blir godt mottatt av aksjemarkedet den nærmeste tiden.

TABELL 2: KORTSIKTIGE EFFEKTER AV VALGET PÅ AKSJEMARKEDET

	Inntjening	Renter	Aksjepremie
Kandidatens politikk	+	÷	-
Reprising av vinner	+	÷	÷
Valgdynamikk	-	-	+
Samlet	+	÷	+

“...historisk vært en tendens til at i det valget er avklart, så faller usikkerheten blant investorer”

“...dynamikken ganske snart vil preges av de positive faktorene...”

Konklusjon og de langsiktige utsiktene:

Valget i USA er et faktum. **Trump blir USAs neste president**, republikanerne har sikret flertall i Senatet, mens partifordelingen i Representantenes hus fortsatt er uavklart. Sistnevnte betyr at kuttene i selskapsskatten som Trump har annonsert gjennom valgkampen, kan bli vanskelige å gjennomføre. Uansett betyr en Trump-seier vesentlig redusert sannsynlighet for at selskapsskatten kan øke.

På lengre sikt, frykter vi at dette presidentskapet kan gi en **kraftig oppgang i gjennomsnittlige tollsatser** med de negative effektene på handel, økonomisk vekst og inflasjon som det kan medføre. Dette er en risiko som markedene kanskje ikke fullt har tatt inn over seg, og som trolig ikke vil bli priset tilstrekkelig før en ser en faktisk bevegelse i handelspolitikken.

På kort sikt forventer vi at **aksjemarkedene vil ta godt i mot utfallet av valget**. Litt av bakgrunnen for dette er den faktiske politikken Trump er ventet å gjennomføre, men det meste er heller knyttet til at et jevnt valg nå er avgjort. Det betyr en viss forutsigbarhet i deler av politikken fremover, og rett og slett et fall i den usikkerheten som et valg ofte representerer. Historikken tilsier også at markedsutviklingen i etterkant av jevne valg kan være fordelaktig for småselskaper sammenlignet med større selskaper. Samlet er tiden etter jevne valg gjerne preget av oppgang i risikoappetitten blant investorer, noe vi forventer også denne gangen. Vi forventer også at en ny periode med Trump vil bety noe høyere renter og en sterkere dollar enn vi ville fått med Harris.

Samlet sett forteller historien oss lite om hvorvidt aksjemarkedene liker demokratiske eller republikanske kandidater best. De **historiske avkastningsforskjellene** kan i stor grad forklares av tilfeldigheter knyttet til timingen av resesjoner. Det samme er tilfellet om en ser på hvorvidt aksjemarkedene liker presidentskap der Kongressen er i helt eller

delvis opposisjon til presidenten. Historien viser at perioder med opposisjon mot presidenten i parlamentet har hatt den beste avkastningen, men også her spiller trolig flaks og uflaks med timingen av resesjoner den største rollen.

På lengre sikt forventer vi at det er andre forhold enn politiske beslutninger i USA som i størst grad vil prege utviklingen i aksjemarkedene. Som vanlig er de viktigste spørsmålene for markedene knyttet til hvordan amerikansk økonomi vil klare seg, og hvordan renteutviklingen vil bli fremover. Selv om begge disse forholdene kan påvirkes av politiske forhold, er det vanligvis ordinære konjunkturelle krefter som betyr mest. Selv om vi frykter en ny og eskalert handelskrig med Kina og andre handelspartnere, mener vi det er fornuftig å avvende eventuelle tilpasninger i investeringsporteføljen frem til vi får større klarhet i hvilken politikk som faktisk blir ført på dette området.

I våre porteføljeløsninger har vi valgt å implementere en moderat overvekt mot aksjer. Det betyr at vi forventer en noe større meravkastning enn normalt fra aksjer sammenlignet med renter de neste 3-6 månedene. Med fortsatt utsikter til robust vekst i amerikansk og global økonomi sammen med utsikter til lavere renter, forventer vi god utvikling i globale aksjemarkeder de kommende månedene.

“På kort sikt forventer vi at aksjemarkedene vil ta godt i mot utfallet av valget”

“Historikken tilsier også at markedsutviklingen i etterkant av jevne valg kan være fordelaktig for småselskaper...”

Ansvarsbegrensning

Dette materialet er utferdiget av Svenska Handelsbanken AB NUF, heretter benevnt som Handelsbanken. De som arbeider med innholdet er ikke analytikere og materialet er ikke en uavhengig investeringsanalyse. Innholdet er utelukkende ment for kunder i Norge. Hensikten er å gi generell markedsinformasjon til Handelsbankens kunder og utgjør ikke et personlig investeringsråd eller en personlig anbefaling. Informasjonen må ikke alene utgjøre grunnlaget for en investeringsbeslutning. Kunder bør innhente råd fra sine rådgivere og basere sine investeringsbeslutninger på egne erfaringer.

Informasjonen i materialet kan endres og kan også avvike fra de vurderinger som er kommet til uttrykk i investeringsanalyser fra Handelsbanken. Informasjonen baserer seg på allmenn tilgjengelig informasjon og er hentet fra kilder som bedømmes som pålitelige, men riktigheten kan ikke garanteres og informasjonen kan være ufullstendig eller forkortet. Ingen del av materialet må reproduseres eller distribueres til andre personer uten etter Handelsbankens skriftlige samtykke. Handelsbanken tar ikke ansvar for at materialet anvendes på en måte som strider mot forbudet mot viderebringelse eller offentliggjørelse i strid med bankens regler.

Finansielle instrumenters og markedets historiske avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Verdien på et finansielt instrument kan både øke og forringes og det er ikke sikkert at investor får tilbake hele det investerte beløp.