Eleccions de mig mandat (*mid-terms*) als Estats Units: Frenada a l'agenda Trump?

En dos minuts

- El 3 de novembre es celebren les eleccions de mig mandat (*mid-terms*) als Estats Units a les que es renova la Cambra de Representants i un terç del Senat.
- La impopularitat de Trump i les seves polítiques pot afavorir l'avença del partit Demòcrata, que podria arrabassar el control d'una o dues de les Cambres al partit Republicà, en el que seria un revés per l'agenda de Trump.
- El control Demòcrata parcial o total del Congrés pot portar a una política fiscal més prudent, tot i que no suposaria grans canvis en la política comercial i migratòria.

1. Trump 2.0

1.1. Les polítiques

El 2024, Trump va aconseguir tornar a la Casa Blanca amb un missatge polític centrat a *America First* i la lluita contra la inflació. Sota la presidència de Biden, entre el 2020 i el 2023, la inflació va estar impulsada per la demanda embassada després del Covid, els colls d'ampolla en els subministraments i la inflació energètica provocada per l'atac de Rússia a Ucraïna. Aquests factors, juntament amb els reptes del partit Demòcrata, que va haver de substituir a Biden en plena campanya electoral, van afavorir una victòria per a Trump fins i tot més còmoda que la del 2016 i en què el partit Republicà també va aconseguir el control del Senat i la Cambra de Representants. La promesa de Trump era promoure l'ocupació i la inversió als Estats Units mitjançant una agenda populista basada en el proteccionisme (per reduir les importacions i promoure la producció domèstica) i el nacionalisme (amb l'objectiu de reduir la immigració i expulsar aquells en situació irregular).

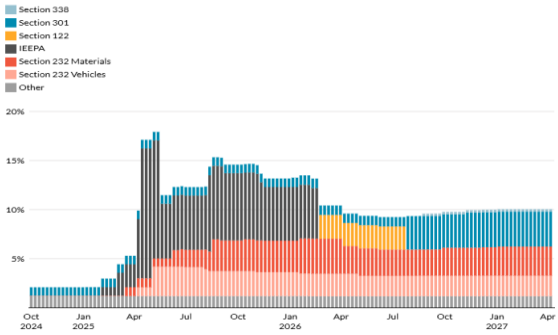
La política aranzelària va centrar l'agenda America First. Trump va fer servir els aranzels com la seva principal eina de negociació exterior i això va quedar escenificat al Liberation Day a l'abril del 2025, quan va anunciar aranzels sobre la pràctica totalitat de països. Posteriorment, aquests aranzels han estat reduïts i modificats pel mateix Trump, per acords bilaterals, per pressions sectorials i per la sentència del Tribunal Suprem, que va declarar il·legals aquells impostos sota la legislació IEEPA (utilitzada fins aleshores per a la majoria dels aranzels per països). En qualsevol cas, els aranzels es mantenen en màxims de pràcticament un segle (gràfic 1) i, tot i que han perdut centralitat política, han tingut conseqüències reals incloent: (i) un augment del nivell de preus i de certs inputs industrials i (ii) distorsions als fluxos comercials d'entrada al país, entre els quals han guanyat importància els de països amb menors aranzels.

La política migratòria s'ha tornat més restrictiva mitjançant, entre d'altres, una reducció en els motius d'admissió d'immigració, un augment dels efectius de la guarda de fronteres i immigració i la introducció de costos a l'obtenció de certs visats per a treballadors qualificats[1]. Tot i un suposat focus en els immigrants il·legals, les accions de deportació massiva han donat lloc a diversos casos mediàtics d'expulsió de ciutadans nord-americans i d'immigrants legals. També en

[1] En contrast, Trump ha introduït la "Trump Gold Card" que contempla un permís de residència i un camí vers la nacionalitat estatunidenca a canvi del pagament d'un milió de dòlars.

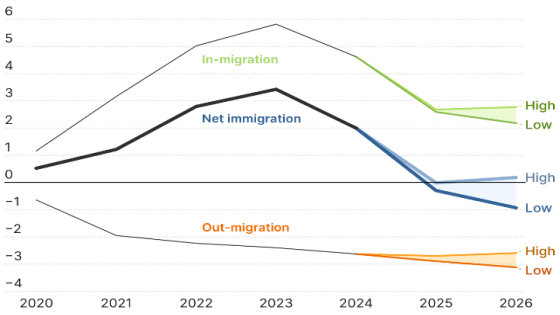
aquesta categoria l'administració ha tingut una confrontació amb el poder judicial, que ha suspès algunes de les ordres executives de Trump en aquesta matèria.

Gràfic 1. Aranzel mitjà dels Estats Units (%)



Font: Tax Policy Center.

Gràfic 2. Fluxos migratoris
(entrades, sortides i saldo)



Font: Brookings.

Des del punt de vista estratègic, aquestes polítiques han buscat aprofitar la posició dels Estats Units per obtenir un benefici a curt termini, encara que això pugui generar uns costos a llarg termini, per exemple, en termes de pèrdua de confiança en el país com a soci fiable. A això se li suma la percepció d'arbitrarietat en la implementació d'aquestes polítiques, ja que algunes han estat anunciades en resposta a, per exemple, crítiques a Trump o com a mesura de pressió per donar suport a aliats polítics. Amb tot, els països més afectats pels aranzels han estat, de fet, els aliats tradicionals dels Estats Units com el Canadà i la UE, mentre que rivals estratègics com Rússia i la Xina han fet valer els seus actius estratègics (energia i terres rares, respectivament) per obtenir condicions relativament més favorables. Diversos països, i especialment el Canadà, han explicitat que la dependència bilateral amb els Estats Units s'ha convertit, sota Trump, en una vulnerabilitat que busquen reduir mitjançant una diversificació de les relacions comercials, econòmiques i financeres.

1.2. Las conseqüències de les polítiques

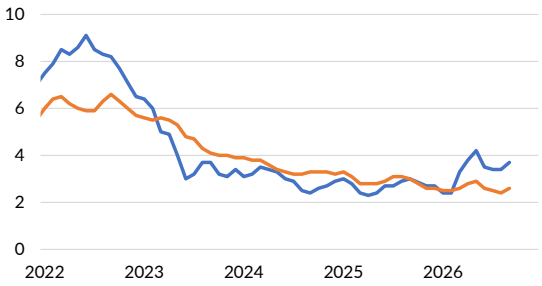
Les polítiques de l'administració Trump han estat inflacionistes i han fet augmentar el cost de vida en diverses dimensions:

- Els aranzels han contribuït a l'augment dels preus de béns importats, i han generat pressions inflacionistes a les cadenes de producció domèstiques quan el preu ha afectat algun factor de producció importat (p. ex. metalls industrials com el coure, l'acer i l'alumini). Aquest augment de costos i de preus també ha estat substancial en sectors altament integrats internacionalment com és el cas del sector automòbil entre els Estats Units i el Canadà. Una mostra d'aquests impactes és que l'administració ha reduït certs aranzels i introduït quotes lliures d'aranzels en alguns dels productes afectats per reduir l'impacte en els preus.
- Les restriccions a la immigració han contribuït a cert tensionament del mercat laboral. Un exemple és que, malgrat la reducció en el ritme de creació d'ocupació, la taxa d'inflació s'ha mantingut entre el 4,1% i el 4,5% en els darrers mesos. Tot i això, no s'ha observat un augment de la dinàmica salarial en termes nominals. Això significa que el salari real per hora ha caigut en els darrers mesos, un efecte que els treballadors han buscat compensar parcialment amb un augment de les hores treballades per setmana.
- La política fiscal expansiva en un moment de forta expansió cíclica ha estat un altre factor inflacionista. La *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) va generar un impuls fiscal a l'activitat i la inflació a curt termini, tot i que amb un fort augment dels dèficits i el deute públic previstos. Segons diverses estimacions, l'impuls a curt termini es centra en el 2026 i el 2027, mentre que, a més llarg termini, l'augment del dèficit públic i dels tipus d'interès sobre el deute públic suposaran factors de llast sobre l'activitat econòmica.

- El conflicte a l'Orient Mitjà ha suposat un augment dels preus energètics i d'altres subministraments procedents de la regió. L'augment de la inflació encara no ha tingut trasllat als índexs subjacents, tot i que hi ha evidència que els augments de preus s'estan ampliant, és a dir, observant en un nombre creixent de béns i serveis. L'autosuficiència dels Estats Units en la producció de gas natural (de fet, el país és un exportador net) ha permès un impacte menor que a altres regions més exposades a augments de preus com Europa i Àsia.

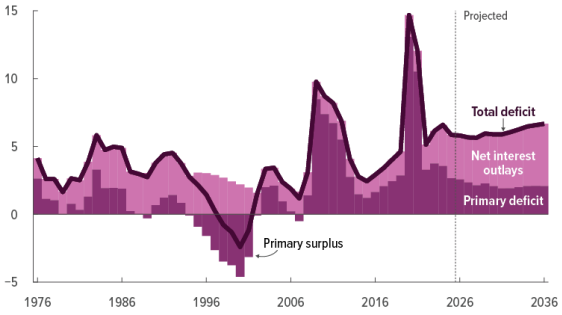
L'augment dels tipus d'interès suposa un altre factor de reducció de la renda disponible de les llars a través del seu impacte sobre els costos del deute hipotecari i d'altres préstecs. En resposta a l'augment de la inflació, els mercats financers han passat de descomptar retallades del tipus d'interès oficial per part de la Reserva Federal abans de l'inici del conflicte amb l'Iran, a observar-ne un primer augment i cotitzar nous augments previsibles en els propers trimestres. Amb això, els tipus d'interès als Estats Units han repuntat amb força en tots els trams de la corba, impulsats també per una creixent competència pels recursos financers i un focus més gran en la fiscalitat i les seves perspectives.

Gràfic 3. Inflació general y subjacent (%)



Font: Bloomberg.

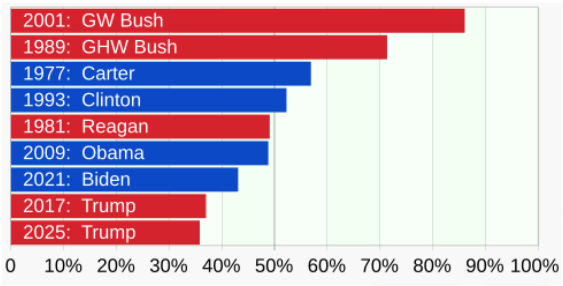
Gráfico 4. Dèficit previst (% del PIB)



Font: Congressional Budget Office (CBO).

Els electores són crítics amb la gestió de l' administració Trump i la seva valoració ha caigut molt substancialment. La popularitat de Trump abans de les *mid-terms* és la menor de qualsevol president des de l'existència d'enquestes d'opinió (gràfic 5). La seva favorabilitat, mesurada com la diferència entre els que expressen una opinió favorable i una desfavorable, també s'ha tornat negativa, en un gran nombre de temes, entre els que destaca la inflació, l'economia, el comerç internacional i, fins i tot, la immigració (gràfic 6).

Gràfic 5. Aprovació de cada president després del seu primer any (%)



Font: Wikipedia.

Gràfic 6. Aprovació neta de Trump per tema (immigració, comerç, economia, inflació; %)



Font: Silver Bulletin.

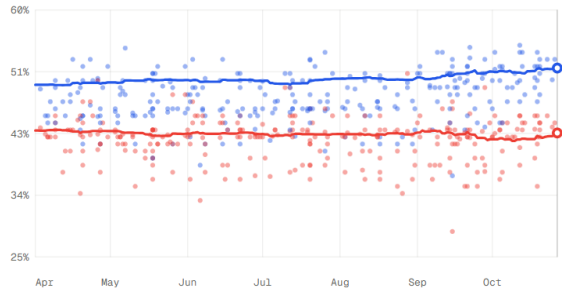
2. Què hi ja en joc a les eleccions de mig mandat? La campanya electoral

Les eleccions de mig mandat (*mid-terms*) se celebren als anys parells que no tenen eleccions presidencials, és a dir, al centre de la legislatura del president vigent. En aquests comicis es renova la totalitat de la Cambra de Representants (els congressistes tenen mandats de dos anys) i al voltant d'un terç del Senat (amb mandats de sis anys). Històricament, el partit del president sol perdre escons a les dues Cambres a les eleccions *mid-term* i un canvi de control és relativament habitual (ha passat en 7 de les 12 eleccions en què el president i la Cambra de Representants eren del mateix partit des del 1946). El Senat compta amb 100 escons dels quals, actualment, 53 són republicans, 43 demòcrates i dos independents, que solen alinear-se amb els demòcrates. A l'actual cicle, es renoven 35 d'aquests escons, 22 actualment ocupats per senadors del partit Republicà i 13 per Demòcrates.

En un entorn marcat per la baixa popularitat de Trump, els comicis es presenten com un plebiscit sobre les polítiques MAGA (*Make America Great Again*). El president ha arribat a afirmar que el seu nom és a les paperetes i ha tingut un paper rellevant en la promoció d'alguns candidats més propers a la ideologia MAGA a les primàries del partit Republicà. El resultat han estat un bon nombre de candidats poc "centristes", mentre que altres candidats Republicans han buscat distanciar-se de manera o més o menys explícita de Trump. A més a més, aquest cicle electoral es caracteritza pel gran nombre de congressistes i senadors que han decidit no presentar-se a la reelecció, amb evidència anecdòtica de referències a Trump i l'ambient d'elevada polarització vigent a les dues Cambres els últims anys.

A la Cambra de Representants, les enquestes apunten a una victòria del partit Demòcrata, ja que el partit compta amb un elevat avantatge en intenció de vot, de fins a 9 punts de mitjana (gràfic 7). Aquestes enquestes són "genèriques", en el sentit que pregunten per la preferència entre els dos partits sense entrar als candidats específics. En simulacions basades en les enquestes, els Demòcrates controlarien el Congrés amb una probabilitat del 95% (gràfic 8, panell superior).

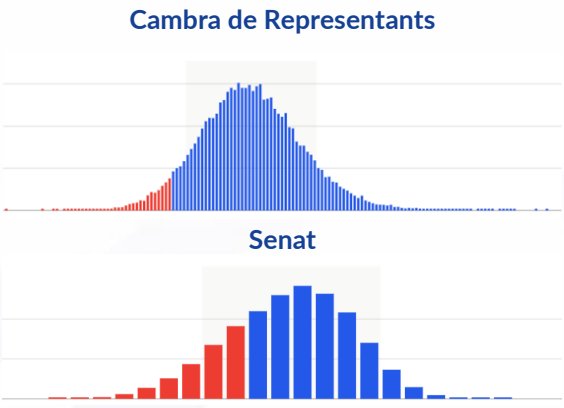
Gràfic 7. Intenció de voto genèric
(pregunta sobre preferència de partit sense especificar candidat/a)



Font: Silver Bulletin.

Al Senat, les enquestes atorguen un cert avantatge al partit Demòcrata amb els candidats demòcrates podent imposar-se en alguns estats en què Trump va guanyar folgadament el 2024 com Texas i Alaska i fins i tot tenint alguna probabilitat en altres com Iowa i Kansas. Amb això, el control Demòcrata del Senat requereix obtenir 51 escons, ja que, en cas d'empat a 50 escons, el vicepresident dels Estats Units té el vot de qualitat. El control Demòcrata del Senat té una probabilitat d'entre el 70% i el 75% (gràfic 8, panell inferior).

Gràfic 8. Control d'ambdues Cambres
(simulacions en base a enquestes)



Font: Silver Bulletin.

En aquestes eleccions, també es renoven els governadors de 36 estats, incloent els de Califòrnia, Texas i Florida i Nova York. Les enquestes són relativament favorables per als demòcrates en aquests comicis.

Trump i el partit Republicà han estat a la defensiva durant la campanya electoral. L'augment dels preus energètics i dels tipus d'interès propiciat per les polítiques de l'actual administració ha suposat un llast a la popularitat dels candidats Republicans. De fet, Trump ha hagut de fer campanya electoral a estats en els que habitualment no hauria d'haver donat recolzament als candidats incloent Texas i Kansas. En campanya, Trump ha promès un xec de 5.000 dòlars per a cada adult en cas que el partit Republicà pugui retenir el control d'ambdues cambres i, en alguns estats, ha promès ajudes federals, només en cas de victòria del candidat republicà a governador o al Senat.

3. Escenaris post-electorals i els seus impactes

Cambra Rep. \ Senat	Demòcrata	Republicà
Demòcrata	70-75 % / 65 %	15-21 % / 28 %
Republicà	<1 % / <1 %	5-12 % / 8 %

Nota: El percentatge a la part superior esquerra es basa en el model de Silver Bulletin i el percentatge a la part inferior dreta en les probabilitats del mercat d'apostes Polymarket.
Font: Silver Bulletin i Polymarket.

3.1. Victòria Demòcrata a ambdues Cambres (probabilitat ~70 %)

Un Congrés sota control Demòcrata buscaria recuperar el control sobre les seves competències, especialment les relacionades amb el control de la despesa i la política comercial. Les conseqüències en termes de política fiscal serien un control més gran de la despesa pública, donant lloc a una disciplina fiscal més gran, que podria contribuir a reduir els tipus d'interès del deute públic, especialment en els seus trams més llargs. En política comercial, el Congrés intentaria desescalar les tensions comercials i els aranzels respecte als aliats tradicionals, especialment el Canadà, Mèxic i els països europeus. A nivell d'IA, es podrien aprovar algunes restriccions sobre el desenvolupament de centres de dades i forçar les grans empreses tecnològiques a absorbir alguns dels costos externs associats (p.ex. de l'augment del preu de l'electricitat). En agregat, això pot donar lloc a un impuls menor al creixement a curt termini.

En aquest escenari, s'enquista la lluita entre el poder executiu (Trump) i el legislatiu (Congrés), una tensió que, amb el control Republicà de les dues Cambres, s'ha traduït en una marcada supremacia del poder executiu. Per exemple, l'administració Trump ha optat per intentar reassignar i no executar algunes de les assignacions de despesa realitzades pel Congrés (actual i anteriors) en polítiques amb què Trump no hi estava d'acord. A nivell institucional, el control Demòcrata del Senat limita la capacitat de Trump d'aprovar els seus candidats a les institucions, fet que suposa **una protecció més gran sobre la qualitat institucional del país** i, en concret, de la Fed, que ha estat al punt de mira de Trump, especialment pel mandat de l'expresident Powell com a governador.

A nivell legislatiu, la capacitat de veto del president limitaria la capacitat del Congrés de crear legislació. Per cancel·lar el poder de veto del president, cal una majoria de dos terços del Senat que sembla complicada d'assolir per part dels Demòcrates atès el poder exercit per Trump sobre el partit Republicà. Això pot fer augmentar el soroll i la incertesa política associada a investigacions sobre Trump i els seus aliats, tot i que impedeix l'inici de processos de dimissió forçada (*impeachment*).

3.2. Senat republicà y Congrés demòcrata (probabilitat: ~25 %)

Aquest escenari és molt similar a l'anterior amb la diferència que els Demòcrates tenen menys palanques per poder controlar a Trump. Atès que el focus de l'actual administració no és, ara com ara, en la política fiscal i comercial, no són esperables canvis molt substancials en matèria de política fiscal, comercial i migratòria, que, en qualsevol cas, requeririen de certa negociació entre els dos partits. Aquest escenari és, doncs, relativament continuista en matèria d'impacte sobre els tipus d'interès del deute públic (pel manteniment del camí previst de dèficits i deute públic) i sobre el creixement (pels pocs canvis en l'impuls fiscal).

A nivell institucional, el control Republicà del Senat atorga poder a Trump per continuar interferint a les institucions públiques i deixa una Fed menys protegida, més vulnerable. El soroll polític es podria centrar en possibles investigacions a Trump iniciades per la Cambra de Representants, però que no podrien prosperar.

3.3. Retenció del poder Republicà a ambdues Cambres (probabilitat: ~5 %)

Una victòria del partit Republicà seria interpretada per l'actual administració com a reivindicació de l'agenda MAGA. En termes de política fiscal, més enllà de les múltiples promeses realitzades per Trump –entre les quals destaca el xec de 5.000 dòlars[2]–, el caràcter seria marcadament expansiu. Això afegiria els dèficits i el deute públic i generaria pressió a l'alça sobre els tipus d'interès del deute sobirà. A nivell macroeconòmic, suposaria un impuls més gran a curt termini, tot i que també un augment de les vulnerabilitats associades.

A nivell institucional, la pèrdua de contrapesos podria portar l'administració a buscar polítiques per estendre el seu control institucional, per exemple, al Tribunal Suprem i en altres institucions, en un nou avenç de la supremacia del poder executiu. Una possible font de conflictes seria entre el govern federal i els estats, especialment aquells sota control Demòcrata, pel que fa a la tensió entre competències estatals i les pròpies del govern federal en matèria d'immigració i gestió dels processos electorals, entre d'altres.

4. Conclusiones

En el segon mandat, Trump ha buscat expandir el poder presidencial, un objectiu en què no ha trobat oposició d'un Congrés controlat pel seu propi partit. Tot i això, la impopularitat de les seves polítiques, especialment l'obertura del conflicte a l'Orient Mitjà pel seu impacte sobre els preus i els tipus d'interès, pot afavorir que el partit Republicà perdi el control d'una o les dues Cambres del Congrés a les eleccions de mig mandat. Això limitarà el desplegament de polítiques MAGA (expansió fiscal, política comercial agressiva, etc.) a la part final de la presidència Trump. En qualsevol cas, el poder de veto del president sobre la legislació impedirà una reculada de les polítiques implementades fins ara i, tot i que pot augmentar el soroll polític, un procés de dimissió *(impeachment)* és improbable.

Una victòria Demòcrata forçaria la necessitat de buscar acords entre la Casa Blanca i el Congrés i limitaria el poder de Trump d'interferir a l'entramat institucional del país, especialment si arriben al control del Senat. Un exemple clar d'això seria en la necessitat de tornar a augmentar el límit de deute públic, que als Estats Units està fixat per legislació, i el límit del qual podria ser assolit en els primers mesos de 2027. Tot i que el Tresor disposa de mesures extraordinàries que eviten tensions financeres a curt termini, sí que caldrà que s'aprovi legislació per al seu augment en el que serà un primer test de com l'administració Trump treballa amb un Congrés amb majoria Demòcrata.

[2] Aquesta política s'estima que tingui un cost d'1,2 bilions de dòlars, el que afegiria més de 3,5 punts percentuals al dèficit públic previst per al 2027, que passaria d'una previsió del 5,8 % del PIB a al voltant del 9,4 % del PIB.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense avís previ. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la contractació dels productes, la realització de les operacions o la prestació dels serveis. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar un indicador fiable de possibles resultats futurs ni una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que ni l'evolució passada dels valors o instruments ni els resultats històrics de les inversions garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts pel Grup CAIXA ENGINYERS durant l'exercici econòmic, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de qualsevol altra naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestedat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès dels socis i sòcies i en favor de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiquin ni els socis i sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operativa personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.