Elecciones de medio mandato (*mid-terms*) en Estados Unidos: ¿Freno a la agenda Trump?

En dos minutos

- El 3 de noviembre se celebran las elecciones de medio mandato (*mid-terms*) en Estados Unidos en las que se renueva la Cámara de Representantes y un tercio del Senado.
- La impopularidad de Trump y sus políticas pueden favorecer el avance del partido Demócrata, que podría arrebatar el control de una o dos de las Cámaras al partido Republicano, en lo que sería un revés para la agenda de Trump.
- El control Demócrata parcial o total del Congreso puede llevar a una política fiscal más prudente, aunque no supondría grandes cambios en la política comercial y migratoria.

1. Trump 2.0

1.1. Las políticas

En 2024, Trump logró volver a la Casa Blanca con un mensaje político centrado en *America First* y la lucha contra la inflación. Bajo la presidencia de Biden, entre 2020 y 2023, la inflación estuvo impulsada por la demanda embalsada tras el Covid, los cuellos de botella en los suministros y la inflación energética provocada por el ataque de Rusia a Ucrania. Estos factores, junto con los retos del partido Demócrata, que tuvo que sustituir a Biden en plena campaña electoral, favorecieron una victoria para Trump incluso más cómoda que la de 2016 y en la que el partido Republicano también logró el control del Senado y la Cámara de Representantes. La promesa de Trump era promover el empleo y la inversión en Estados Unidos mediante una agenda populista basada en el proteccionismo (para reducir las importaciones y promover la producción doméstica) y el nacionalismo (con el objetivo de reducir la inmigración y expulsar a aquellos en situación irregular).

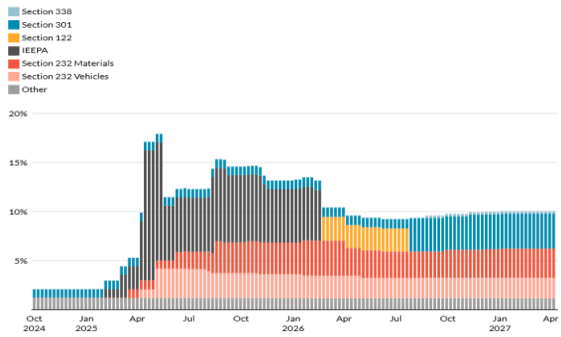
La política arancelaria centró la agenda *America First*. Trump usó los aranceles como su principal herramienta de negociación exterior y ello quedó escenificado en el Liberation Day en abril de 2025, cuando anunció aranceles sobre la práctica totalidad de países. Posteriormente, estos aranceles han sido reducidos y modificados por el propio Trump, por acuerdos bilaterales, por presiones sectoriales y por la sentencia del Tribunal Supremo, que declaró ilegales aquellos impuestos bajo la legislación IEEPA (usada hasta entonces para la mayoría de los aranceles por países). En cualquier caso, los aranceles se mantienen en máximos de prácticamente un siglo (gráfico 1) y, aunque han perdido centralidad política, han tenido consecuencias reales incluyendo: (i) un aumento del nivel de precios y de ciertos *inputs* industriales y (ii) distorsiones en los flujos comerciales de entrada al país, entre los que han ganado importancia los de países con menores aranceles.

La política migratoria se ha vuelto más restrictiva a través, entre otros, de una reducción en los motivos de admisión de inmigración, un aumento de los efectivos de la guarda de fronteras e inmigración y la introducción de costes a la obtención de ciertos visados para trabajadores cualificados[1]. A pesar de un supuesto foco en los inmigrantes ilegales, las acciones de

[1] En contraste, Trump ha introducido la "Trump Gold Card" que contempla un permiso de residencia y una senda hacia la nacionalidad estadounidense a cambio del pago de un millón de dólares.

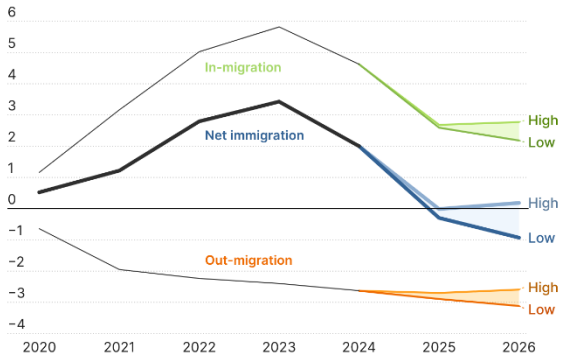
deportación masiva han dado lugar a diversos casos mediáticos de expulsión de ciudadanos estadounidenses y de inmigrantes legales. También en esta categoría la administración ha tenido una confrontación con el poder judicial, que ha suspendido algunas de las órdenes ejecutivas de Trump en esta materia.

Gráfico 1. Arancel promedio de Estados Unidos
(%)



Fuente: Tax Policy Center.

Gráfico 2. Flujos migratorios
(entradas, salidas y saldo)



Fuente: Brookings.

Desde el punto de vista estratégico, estas políticas han buscado aprovechar la posición de Estados Unidos para obtener un beneficio a corto plazo, aunque ello pueda generar unos costes a largo plazo, por ejemplo, en términos de pérdida de confianza en el país como un socio fiable. A ello se le suma la percepción de arbitrariedad en la implementación de estas políticas, ya que algunas de ellas han sido anunciadas en respuesta a, por ejemplo, críticas a Trump o como medida de presión para apoyar a aliados políticos. Con todo, los países más afectados por los aranceles han sido, de hecho, los aliados tradicionales de Estados Unidos como Canadá y la UE, mientras que rivales estratégicos como Rusia y China han hecho valer sus activos estratégicos (energía y tierras raras, respectivamente) para obtener condiciones relativamente más favorables. Diversos países, y especialmente Canadá, han explicitado que la dependencia bilateral con Estados Unidos se ha convertido, bajo Trump, en una vulnerabilidad que buscan reducir mediante una diversificación de sus relaciones comerciales, económicas y financieras.

1.2. Las consecuencias de las políticas

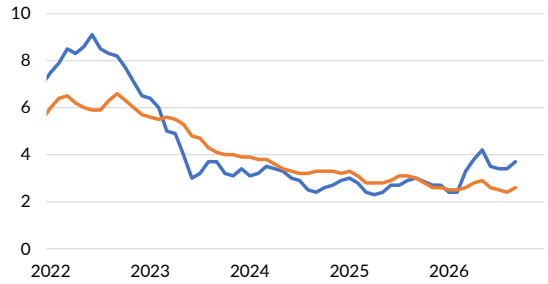
Las políticas de la administración Trump han sido inflacionistas y han hecho aumentar el coste de vida en diversas dimensiones:

- Los **aranceles** han contribuido al aumento de los precios de bienes importados, generando presiones inflacionistas en las cadenas de producción domésticas cuando el precio ha afectado a algún factor de producción importado (p.ej. metales industriales como el cobre, el acero y el aluminio). Este aumento de costes y de precios también ha sido sustancial en sectores altamente integrados internacionalmente como es el caso del sector automóvil entre Estados Unidos y Canadá. Una muestra de estos impactos es que la administración ha reducido ciertos aranceles e introducido cuotas libres de aranceles en algunos de los productos afectados para reducir el impacto en los precios.
- Las **restricciones a la inmigración** han contribuido a cierto tensionamiento del mercado laboral. Un ejemplo de ello es que, a pesar de la reducción en el ritmo de creación de empleo, la tasa de inflación se ha mantenido entre el 4,1 % y el 4,5 % en los últimos meses. A pesar de ello, no se ha observado un aumento de la dinámica salarial en términos nominales. Ello significa que el salario real por hora ha caído en los últimos meses, un efecto que los trabajadores han buscado compensar parcialmente con un aumento de las horas trabajadas por semana.

- La **política fiscal expansiva** en un momento de fuerte expansión cíclica ha sido otro factor inflacionista. La *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) generó un impulso fiscal a la actividad y la inflación a corto plazo, aunque con un fuerte aumento de los déficit y deuda pública previstos. Según diversas estimaciones, el impulso a corto plazo se centra en 2026 y 2027, mientras que, a más largo plazo, el aumento del déficit público y de los tipos de interés sobre la deuda pública supondrán factores de lastre sobre la actividad económica.
- El **conflicto en Oriente Medio** ha supuesto un aumento de los precios energéticos y de otros suministros procedentes de la región. El aumento de la inflación no ha tenido, todavía, traslado a los índices subyacentes, aunque hay evidencia de que los aumentos de precios se están ampliando, es decir, observando en un número creciente de bienes y servicios. La autosuficiencia de Estados Unidos en la producción de gas natural (de hecho, el país es un exportador neto) ha permitido un impacto menor que en otras regiones más expuestas a aumentos de precios como Europa y Asia.

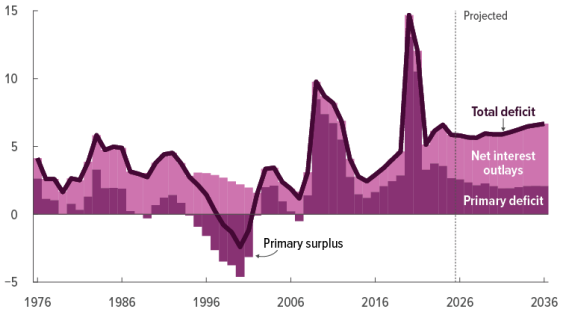
El aumento de los tipos de interés supone otro factor de reducción de la renta disponible de los hogares a través de su impacto sobre los costes de la deuda hipotecaria y de otro tipo de préstamos. En respuesta al aumento de la inflación, los mercados financieros han pasado de descontar recortes del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal antes del inicio del conflicto con Irán, a observar un primer aumento de éste y a cotizar nuevos previsibles aumentos en los próximos trimestres. Con ello, los tipos de interés en Estados Unidos han repuntado con fuerza en todos los tramos de la curva, impulsados también por una creciente competencia por los recursos financieros y un mayor foco en la fiscalidad y sus perspectivas.

Gráfico 3. Inflación general y subyacente (%)



Fuente: Bloomberg.

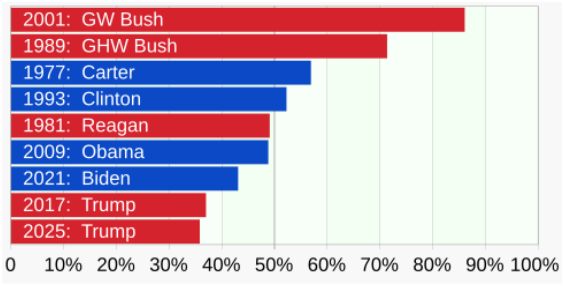
Gráfico 4. Déficit previsto (% del PIB)



Fuente: Congressional Budget Office (CBO).

Los electores son críticos con la gestión de la administración Trump y su valoración ha caído muy sustancialmente. La popularidad de Trump ante las *mid-terms* es la menor de cualquier presidente desde la existencia de encuestas de opinión (gráfico 5). Su favorabilidad, medida como la diferencia entre los que expresan una opinión favorable y una desfavorable, también se ha vuelto negativa en un gran número de temas, entre los que destaca la inflación, la economía, el comercio internacional e, incluso, la inmigración (gráfico 6).

Gráfico 5. Aprobación de cada presidente tras su primer año (%)



Fuente: Wikipedia.

Gráfico 6. Aprobación neta de Trumo por tema (inmigración, comercio, economía, inflación; %)



Fuente: Silver Bulletin.

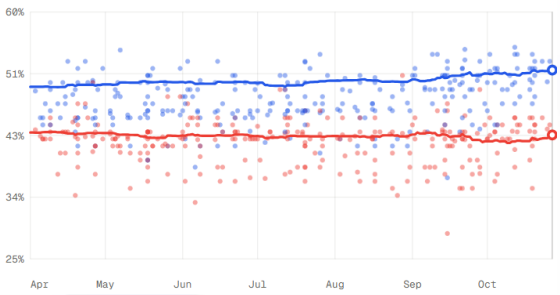
2. ¿Qué hay en juego en las elecciones de medio mandato? La campaña electoral

Las elecciones de medio mandato (*mid-terms*) se celebran en los años pares que no tienen elecciones presidenciales, es decir, en el centro de la legislatura del presidente vigente. En estos comicios se renueva la totalidad de la Cámara de Representantes (cuyos congresistas tiene mandatos de dos años) y alrededor de un tercio del Senado (con mandatos de seis años). Históricamente, el partido del presidente suele perder escaños en ambas Cámaras en las elecciones *mid-term* y un cambio de control es relativamente habitual (ha ocurrido en 7 de las 12 elecciones en las que el presidente y la Cámara de Representantes eran del mismo partido desde 1946). El Senado cuenta con 100 escaños de los que, actualmente, 53 son republicanos, 43 demócratas y dos independientes, que suelen alinearse con los demócratas. En el actual ciclo, se renuevan 35 de estos escaños, 22 de ellos actualmente ocupados por senadores del partido Republicano y 13 por Demócratas.

En un entorno marcado por la baja popularidad de Trump, los comicios se presentan como un plebiscito sobre las políticas MAGA (*Make America Great Again*). El presidente ha llegado a afirmar que su nombre está en las papeletas y ha tenido un papel relevante en la promoción de algunos candidatos más próximos a la ideología MAGA en las primarias del partido Republicano. El resultado han sido un buen número de candidatos poco "centristas", mientras que otros candidatos Republicanos han buscado distanciarse de forma o más o menos explícita de Trump. Además, este ciclo electoral se caracteriza por el gran número de congresistas y senadores que han decidido no presentarse a la reelección, con evidencia anecdótica de referencias a Trump y al ambiente de elevada polarización vigente en ambas Cámaras en los últimos años.

En la Cámara de Representantes, las encuestas apuntan a una victoria del partido Demócrata, ya que el partido cuenta con una elevada ventaja en intención de voto, de hasta 9 puntos en promedio (gráfico 7). Estas encuestas son "genéricas", en el sentido que preguntan por la preferencia entre los dos partidos sin entrar en los candidatos específicos. En simulaciones basadas en las encuestas, los Demócratas controlarían el Congreso con una probabilidad del 95 % (gráfico 8, panel superior).

Gráfico 7. Intención de voto genérica (pregunta sobre preferencia de partido sin especificar candidato/a)



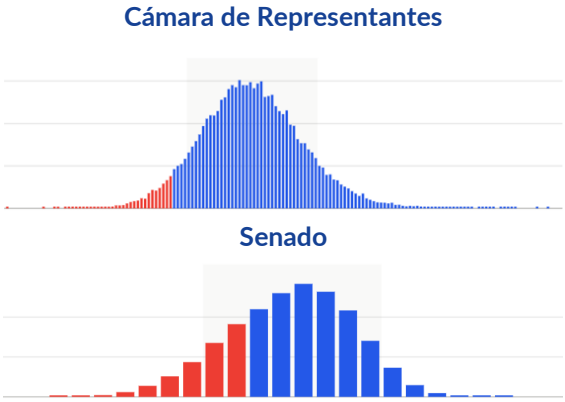
Fuente: Silver Bulletin.

En el Senado, las encuestas otorgan una cierta ventaja al partido Demócrata con los candidatos demócratas pudiendo imponerse en

algunos estados en los que Trump ganó holgadamente en 2024 como Texas y Alaska e incluso teniendo alguna probabilidad en otros como Iowa y Kansas. Con ello, el control Demócrata del Senado requiere obtener 51 escaños, ya que, en caso de empate a 50 escaños, el vicepresidente de Estados Unidos tiene el voto de calidad. El control Demócrata del Senado tiene una probabilidad de entre el 70 % y el 75 % (gráfico 8, panel inferior).

En estas elecciones, también se renuevan los gobernadores de 36 estados, incluyendo los de California, Texas y Florida y Nueva York. Las encuestas son relativamente favorables para los demócratas en estos comicios.

Gráfico 8. Control de ambas Cámaras
(simulaciones en base a encuestas)



Fuente: Silver Bulletin.

Trump y el partido Republicano han estado a la defensiva durante la campaña electoral. El aumento de los precios energéticos y de los tipos de interés propiciado por las políticas de la actual administración ha supuesto un lastre a la popularidad de los candidatos Republicanos. De hecho, Trump ha tenido que hacer campaña electoral en estados en los que habitualmente no habría tenido que dar apoyo a los candidatos al Senado incluyendo Texas y Kansas. En campaña, Trump ha prometido un cheque de 5.000 dólares para cada adulto en caso de que el partido Republicano pueda retener el control de ambas cámaras y, en algunos estados, ha prometido ayudas federales, solo en caso de victoria del candidato republicano a gobernador o al Senado.

3. Escenarios post-electorales y sus impactos

Cámara Rep. \ Senado	Demócrata	Republicano
Demócrata	70-75 % / 65 %	15-21 % / 28 %
Republicano	<1 % / <1 %	5-12 % / 8 %

Nota: El porcentaje en la parte superior izquierda se basa en el modelo de Silver Bulletin y el porcentaje en la parte inferior derecha en las probabilidades del mercado de apuestas Polymarket.
Fuente: Silver Bulletin y Polymarket.

3.1. Victoria Demócrata en ambas Cámaras (probabilidad ~70 %)

Un Congreso bajo control Demócrata buscaría recuperar el control sobre sus competencias, en especial las relacionadas con el control del gasto y la política comercial. Las consecuencias en términos de política fiscal serían un mayor control del gasto público, dando lugar a una mayor disciplina fiscal, que podría contribuir a reducir los tipos de interés de la deuda pública, en especial en sus tramos más largos. En política comercial, el Congreso intentaría desescalar las tensiones comerciales y los aranceles con respecto a los aliados tradicionales, especialmente Canadá, México y los países europeos. A nivel de IA, se podrían aprobar algunas restricciones sobre el desarrollo de centros de datos y forzar a las grandes empresas tecnológicas a absorber algunos de los costes externos asociados (p.ej. del aumento del precio de la electricidad). En agregado, ello puede dar lugar a un menor impulso al crecimiento a corto plazo.

En este escenario, se enquista la lucha entre el poder ejecutivo (Trump) y el legislativo (Congreso), una tensión que, con el control Republicano de ambas Cámaras, ha supuesto una marcada supremacía del poder ejecutivo. Por ejemplo, la administración Trump ha optado por

intentar reasignar y no ejecutar algunas de las asignaciones de gasto realizadas por el Congreso (actual y anteriores) en políticas con las que Trump no estaba de acuerdo. A nivel institucional, el control Demócrata del Senado limita la capacidad de Trump de aprobar sus candidatos a las instituciones, lo que supone **una mayor protección sobre la calidad institucional del país** y, en concreto, de la Fed, que ha estado en el punto de mira de Trump, especialmente por el mandato del expresidente Powell como gobernador.

A nivel legislativo, la capacidad de veto del presidente limitaría la capacidad del Congreso de crear legislación. Para cancelar el poder de veto del presidente, se requiere una mayoría de dos tercios del Senado que parece complicada de alcanzar por parte de los Demócratas dado el poder ejercido por Trump sobre el partido Republicano. Ello puede hacer aumentar el ruido y la incertidumbre política asociada a investigaciones sobre Trump y sus aliados, aunque impide el inicio de procesos de dimisión forzada (*impeachment*).

3.2. Senado republicano y Congreso demócrata (probabilidad: ~25 %)

Este escenario es muy similar al anterior con la diferencia de que los Demócratas tienen menos palancas para poder para controlar a Trump. Dado que el foco de la actual administración no está, hoy por hoy, en la política fiscal y comercial, no son esperables cambios muy sustanciales en materia de política fiscal, comercial y migratoria, que, en cualquier caso, requerirían de cierta negociación entre ambos partidos. Este escenario es, pues, relativamente continuista en materia de impacto sobre los tipos de interés de la deuda pública (por el mantenimiento de la senda prevista de déficits y deuda pública) y sobre el crecimiento (por los pocos cambios en el impulso fiscal).

A nivel institucional, el control Republicano del Senado otorga poder a Trump para seguir interfiriendo en las instituciones públicas y da lugar a una Fed menos protegida, más vulnerable. El ruido político se podría centrar en posibles investigaciones a Trump iniciadas por la Cámara de Representantes, pero que no podrían prosperar.

3.3. Retención del poder Republicano en ambas Cámaras (probabilidad: ~5 %)

Una victoria del partido Republicano sería interpretada por la actual administración como una reivindicación de la agenda MAGA. En términos de política fiscal, más allá de las múltiples promesas realizadas por Trump –entre las que destaca el cheque de 5.000 dólares[2]– el carácter sería marcadamente expansivo. Ello añadiría a los déficits y deuda pública y generaría presión al alza sobre los tipos de interés de la deuda soberana. A nivel macroeconómico, supondría un mayor impulso a corto plazo, aunque también un aumento de las vulnerabilidades asociadas.

A nivel institucional, la pérdida de contrapesos podría llevar a la administración a buscar políticas para extender su control institucional, por ejemplo, en el Tribunal Supremo y en otras instituciones, en un nuevo avance de la supremacía del poder ejecutivo. Una posible fuente de conflictos sería entre el gobierno federal y los estados, especialmente aquellos bajo control Demócrata, en lo referente a la tensión entre competencias estatales y las propias del gobierno federal en materia de inmigración y gestión de los procesos electorales, entre otros.

4. Conclusiones

En su segundo mandato, Trump ha buscado expandir el poder presidencial, un objetivo en el que no ha encontrado oposición de un Congreso controlado por su propio partido. Sin embargo, la impopularidad de sus políticas, especialmente la apertura del conflicto en Oriente Medio por

[2] Esta política se estima que tiene un coste de 1,2 billones de dólares, lo que añadiría más de 3,5 puntos porcentuales al déficit público previsto para 2027, que pasaría de una previsión del 5,8 % del PIB a alrededor del 9,4 % del PIB.

su impacto sobre los precios y los tipos de interés, puede favorecer que el partido Republicano pierda el control de una o ambas Cámaras del Congreso en las elecciones de medio mandato. Ello va a limitar el despliegue de políticas MAGA (expansión fiscal, política comercial agresiva, etc.) en la parte final de la presidencia Trump. En cualquier caso, el poder de veto del presidente sobre la legislación impedirá un retroceso de las políticas implementadas hasta la fecha y, aunque puede aumentar el ruido político, un proceso de dimisión (*impeachment*) es improbable.

Una victoria Demócrata forzaría la necesidad de buscar acuerdos entre la Casa Blanca y el Congreso y limitaría el poder de Trump de interferir en el entramado institucional del país, especialmente si alcanzan el control del Senado. Un ejemplo claro de ello sería en la necesidad de volver a aumentar el límite de deuda pública, que en Estados Unidos está fijado por legislación, y cuyo límite podría ser alcanzado en los primeros meses de 2027. A pesar de que el Tesoro dispone de medidas extraordinarias que evitan tensiones financieras a corto plazo, sí que es necesario que se apruebe legislación para su aumento, en lo que será un primer test de la como la administración Trump trabaja con un Congreso de mayoría Demócrata.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la contratación de los productos, la realización de las operaciones o la prestación de los servicios. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse un indicador fiable de posibles resultados futuros ni una garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que ni la evolución pasada de los valores o instrumentos ni los resultados históricos de las inversiones garantizan la evolución ni los resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS en el ejercicio económico, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés de los socios y socias y en favor de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique ni a los socios y socias ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operativa personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*