

Macro Rapid Response

Spagna: le elezioni anticipate non dovrebbero pesare sulle prospettive economiche e fiscali di breve termine

5 ottobre 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Riccardo Bellesia
Economista

Il premier Sánchez ha convocato elezioni anticipate per il 29 novembre dopo la bocciatura di due decreti sulla casa, sfruttando un'occasione per ricompattare il paese attorno alle politiche del PSOE. I sondaggi puntano verso un cambio di governo, con una coalizione PP-Vox come scenario relativamente più probabile. Il prossimo esecutivo non dovrebbe insediarsi prima di inizio 2027. La maggiore incertezza politica non modifica in misura sostanziale il nostro scenario di crescita nel 2026-27 ma un cambio di governo potrebbe portare a politiche migratorie e del lavoro più restrittive, con effetti sulle prospettive di crescita nel più lungo periodo. Le implicazioni fiscali non sembrano preoccupanti al momento: la continua proroga del bilancio, che non viene approvato dal 2023, determina un consolidamento "automatico" dei conti pubblici, atteso rallentare, ma non deragliare, dall'anno prossimo.

Il Primo Ministro Pedro Sánchez ha convocato elezioni politiche anticipate per il 29 novembre, in quella che potrebbe essere l'ultima occasione per ricompattare il paese attorno alla propria candidatura. A innescare la decisione è stata la bocciatura, venerdì al Congresso, di due decreti sul nuovo piano abitativo, respinti con i voti di PP, Vox e Junts. L'azione di governo era peraltro già limitata, senza nuove leggi di bilancio approvate dopo quella per il 2023. Nelle valutazioni del premier, il tema abitativo offriva al PSOE il terreno più favorevole dopo un mese di settembre dominato dalla crisi migratoria di Ceuta e da vicende giudiziarie vicine al partito. Sabato la manifestazione per la casa a Madrid ha riunito oltre 70 mila persone. Sánchez aveva già sciolto anticipatamente il Parlamento nel 2019 e nel 2023, restando in carica in entrambe le occasioni. **Con la scadenza naturale della legislatura a luglio 2027, un rinvio difficilmente avrebbe offerto un momento migliore. Il voto spagnolo aprirà un ampio ciclo elettorale europeo, che nel 2027 proseguirà in Francia, Italia, Grecia e Polonia.**

Sulla base dei sondaggi attuali il governo passerebbe al blocco di destra; una coalizione PP-Vox dopo il voto sembra al momento lo scenario più probabile. La media dei sondaggi di settembre colloca il Partido Popular (PP) al 32,5%, il PSOE al 26,2% e Vox al 17,6%. PP e Vox sono accreditati di 200-210 seggi a fronte dei 176 necessari per la maggioranza. L'ultima rilevazione SocioMétrica (1-3 ottobre) assegna loro rispettivamente 143 e 62 seggi, con il PSOE in recupero di meno di un punto dopo le proteste sulla casa. **L'incertezza riguarda gli equilibri decisionali all'interno della coalizione di destra.** Il leader del PP Feijóo ha dichiarato che negozierebbe una coalizione in assenza di una maggioranza propria. Vox è entrato quest'anno in quattro governi regionali: i due partiti governano già insieme in alcune regioni spagnole. **Un governo di minoranza del PP con l'appoggio esterno di Vox rappresenta l'alternativa meno stabile**, che peraltro al momento non può essere esclusa. I negoziati di coalizione possono protrarsi anche per quattro mesi e un nuovo esecutivo potrebbe quindi non insediarsi prima dell'inizio del 2027. Non si può peraltro escludere del tutto che si ripeta quanto accaduto nel luglio 2023, quando la maggioranza indicata dai sondaggi si fermò a sei seggi dalla soglia, anche se oggi il margine indicato dalle rilevazioni è più ampio (circa 30 seggi). **I partiti regionali e indipendentisti, difficili da cogliere nei sondaggi nazionali, potrebbero avere un peso rilevante, seppure meno determinante rispetto alla formazione della maggioranza nel 2023.** Salvo sorprese, una maggioranza a guida della sinistra appare poco probabile, con Junts ormai distante dai socialisti e i partiti nazionali alla sinistra del PSOE stimati a 8 seggi (31 nel 2023).

Le elezioni lasciano invariato il nostro scenario di breve termine. Prevediamo una crescita del PIL del 2,5% nel 2026 e dell'1,9% nel 2027. Dopo lo 0,7% t/t del secondo trimestre (2,7% a/a), ci attendiamo un rallentamento a 0,4% t/t nel terzo e 0,3% t/t nel quarto trimestre, per effetto dell'erosione dei redditi reali indotta dallo shock energetico. **L'inflazione è salita al 5% a/a a settembre** (sull'IPCA, dal 4,6% di agosto), spinta dai carburanti. La misura core è invece rimasta al 3,2% a/a e i rinnovi contrattuali del 2026 si sono chiusi con aumenti del 2,9%. La perdita di potere d'acquisto sta iniziando a frenare i consumi (le vendite al dettaglio sono calate di -0,4% a/a in agosto), anche se le famiglie potranno attenuare l'impatto grazie a un tasso di risparmio pari all'11,5%.

Un eventuale governo PP-Vox potrebbe adottare un orientamento più restrittivo sulle politiche migratorie e del lavoro, con un possibile rallentamento del dinamismo economico. Tra il 2022 e il 2025 l'immigrazione ha spiegato quasi metà della crescita del PIL (1,7 punti su una media annua del 3,7%) e oltre due terzi della creazione di posti di lavoro. Il contributo della produttività è stato invece modesto. Inoltre, l'occupazione è stata sostenuta significativamente da politiche del lavoro attive e stabilizzazione dei contratti a tempo determinato, che potrebbero non essere confermate con il prossimo esecutivo. Minori flussi in ingresso ridurrebbero pertanto la crescita del PIL e rallenterebbero la creazione di occupazione. Emblematico è il settore delle costruzioni, dove un lavoratore su quattro è straniero; il tema abitativo è in effetti al centro dell'attuale dibattito politico (il PP si è impegnato a realizzare un milione di nuove abitazioni).

Le implicazioni per i conti pubblici non sono preoccupanti nel breve termine. Prima del voto non verrà presentata alcuna legge di bilancio per il 2027, e il bilancio 2023 sarà quindi prorogato per il quarto anno. La proroga congela gli stanziamenti discrezionali mentre le entrate crescono in linea con il PIL nominale, il che determina un consolidamento automatico. Restano tuttavia escluse dal congelamento le pensioni indicizzate e la spesa per interessi, che continuano ad aumentare. Lo scudo energetico pubblicato il 30 settembre deve ancora essere convalidato entro 30 giorni, compito che spetta ora alla Diputación Permanente; ci attendiamo che esso venga approvato. **Un nuovo governo presenterebbe la sua prima legge di bilancio e un nuovo Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine non prima della primavera 2027**, che verosimilmente includerà i tagli all'imposta sul reddito promessi dal PP. Pur con un consolidamento più lento nella seconda metà del 2027, non ci attendiamo un deragliamento fiscale. Tuttavia, il miglioramento potrebbe rallentare o anche arrestarsi del tutto, e la previsione di un deficit al 2,3% del PIL nel 2027 appare ora più incerta, in funzione dell'entità del pacchetto fiscale. In ogni caso, non ci aspettiamo un significativo allargamento del deficit o deterioramento della sostenibilità fiscale nel medio termine. Il debito dovrebbe continuare a ridursi di circa 1,5 punti l'anno, dal 99,3% del PIL nel 2026, sulla base di una crescita nominale superiore al costo medio del debito. Sul fronte positivo, una maggioranza chiara potrebbe superare la frammentazione e lo stallo politico che la Spagna ha vissuto negli ultimi due anni.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice**Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com