

Macro Rapid Response
Eurozona: inflazione divergente, BCE in pausa nel 2026
4 febbraio 2026

I dati relativi all'HICP dell'area euro sembrano rassicuranti, ma nascondono dinamiche divergenti. Il dato preliminare dell'HICP all'1,7% su base annua conferma che la disinflazione è disomogenea tra i vari paesi e le diverse componenti. L'Italia ha registrato un dato più debole, con l'inflazione HICP scesa all'1,0% su base annua a gennaio 2026, dall'1,2% di dicembre 2025, al di sotto della media dell'area euro ma comunque superiore a quella della Francia. Il calo dell'inflazione complessiva riflette gli effetti di base dell'energia, ma anche l'inflazione core è scesa di un decimo al 2,2% su base annua. Nel corso del 2026 prevediamo che l'inflazione si attesterà in media intorno al 2%, rafforzando la decisione della BCE di mantenere invariati i tassi questa settimana e per il resto dell'anno.

Il dato armonizzato dell'HICP dell'Eurozona di gennaio, pari all'1,7% su base annua rispetto al 2,0% di dicembre 2025, nasconde dinamiche divergenti all'interno dell'Eurozona. Il settore energetico ha accentuato il suo andamento deflazionistico, passando dal -1,9% a/a (Dic-25) al -4,1% a causa degli effetti base (i prezzi dell'energia sono aumentati dello 0,7% su base mensile, ma meno rispetto a gennaio dello scorso anno), mentre i servizi, pur rimanendo la componente più vischiosa dell'inflazione, hanno registrato un rallentamento, passando dal 3,4% di dicembre al 3,2% a/a, il livello più basso dallo scorso settembre. L'inflazione dei beni industriali non energetici è aumentata di un decimo, attestandosi allo 0,4% a/a. Inoltre, l'inflazione dei prodotti alimentari ha registrato una leggera accelerazione, passando dal 2,5% al 2,7% su base annua, principalmente a causa della forte accelerazione dei prodotti alimentari non trasformati (+4,4% a/a dal 3,5%). Di conseguenza, l'inflazione core è scesa di un decimo al 2,2% a/a.

Prevediamo che l'inflazione complessiva nell'area dell'euro sarà in media dell'1,9% nel 2026, con l'inflazione core che si stabilizzerà intorno al 2%. Abbiamo registrato eterogeneità tra i principali paesi dell'Eurozona. L'HICP italiano è sceso dall'1,2% all'1,0%, quello tedesco ha sorpreso leggermente al rialzo passando dall'1,8% al 2,1%, quello francese è crollato allo 0,3% su base annua, il livello più basso dalla fine del 2020, mentre quello spagnolo è sceso bruscamente al 2,4%.

Prevediamo che la BCE manterrà i tassi invariati per il resto dell'anno: infatti, questa divergenza tra i paesi e le nostre previsioni sull'inflazione rafforzano l'ipotesi di mantenere invariato il tasso sui depositi in vista della riunione della BCE di giovedì e nel corso dell'anno.

L'inflazione armonizzata italiana ha registrato un rallentamento, passando dall'1,2% di dicembre 2025 all'1,0%, e rimane al di sotto della media dell'Eurozona. I dati Istat di gennaio rafforzano la nostra previsione di un HICP medio dell'1,6% circa nel 2026, che rimane al di sotto della media dell'Eurozona. Anche l'inflazione CPI è scesa di 0,2 punti percentuali all'1% su base annua, con i prezzi dei beni in deflazione (-0,2% a/a), mentre i servizi hanno continuato a trainare le pressioni sottostanti (+2,5% a/a). L'inflazione core è rimasta stabile all'1,8% a/a, in linea con il trend sostenuto dell'area euro nel suo complesso. Tra le altre componenti, i prezzi dei prodotti alimentari freschi hanno registrato un'accelerazione (+2,5% a/a) e l'inflazione dei prodotti alimentari trasformati è rimasta sopra il 2,0%, mentre l'inflazione energetica sia regolamentata (-9,8% a/a) che non regolamentata (-6,2% a/a) si è rivelata profondamente negativa, frenando l'inflazione complessiva.

Il dato al rialzo della Germania (2,1% a/a dall'1,8%) non è né allarmante né inaspettato. L'inflazione dei prodotti alimentari ha registrato una forte accelerazione, passando dallo 0,8% di

Research Department
Macroeconomic Research
Riccardo Bellesia
Economista - Area euro

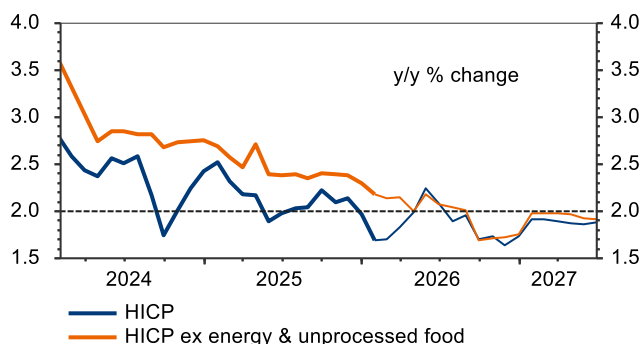
Andrea Volpi
Economista - Area euro

dicembre al 2,1% a/a, principale fattore alla base della sorpresa dell'inflazione complessiva, che ha compensato il calo dell'energia (-1,7% a/a dall'1,3%). I prezzi dei servizi sono aumentati del 3,2% su base annua, riflettendo sia la dinamica sottostante sia l'impatto delle politiche pubbliche, tra cui l'aumento del prezzo del carbonio per il riscaldamento/trasporto e l'adeguamento del Deutschland-Ticket. Inoltre, il trasferimento del taglio dell'IVA sui ristoranti (dal 19% al 7%) ai prezzi al consumo finali sembra finora limitato. L'inflazione core è salita al 2,5% dal 2,4% su base annua, poiché l'inflazione dei beni industriali non energetici è salita all'1,3% a/a dallo 0,7%.

Il calo dell'inflazione complessiva in Spagna (dal 2,9% nel dicembre 2025 al 2,4%) è stato determinato dagli effetti di base nel settore energetico, che persisteranno nella prima metà del 2026. Tuttavia, queste forze disinflazionistiche temporanee nascondono una realtà sfaccettata: le pressioni sottostanti rimangono elevate. L'inflazione di fondo è rimasta ancorata al 2,6% su base annua per il terzo mese consecutivo, evidenziando la rigidità dei prezzi dei servizi a causa delle pressioni salariali ancora forti.

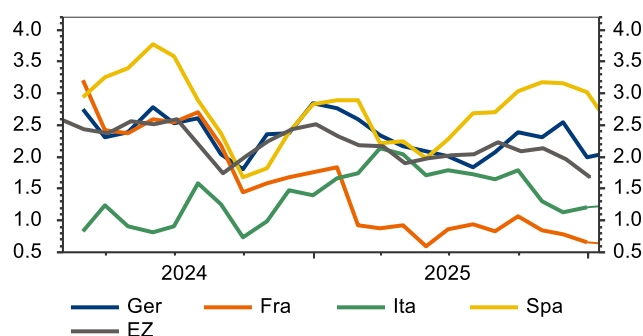
Il forte rallentamento della Francia (0,3% su base annua rispetto allo 0,8% su base annua del dicembre 25) è stato determinato dalla deflazione dei prodotti manifatturieri (-1,2% a/a rispetto al -0,4% di dicembre). Ciò è stato fortemente influenzato dai saldi invernali prolungati, che nel 2026 hanno coperto 18 giorni rispetto ai 13 giorni del 2025. I prezzi dell'energia sono scesi del -7,8% a/a dal -6,8%, mentre l'inflazione dei servizi si è moderata all'1,8% dal 2,1% su base annua, in parte a causa degli aumenti limitati delle tariffe mediche rispetto all'anno precedente.

Le nostre previsioni di inflazione sono in linea con quelle della BCE, prevediamo un mantenimento dei tassi invariati nel 2026.



Fonte: Intesa Sanpaolo previsioni; Eurostat

Dinamiche inflazionistiche divergenti tra i vari paesi dell'Eurozona



Fonte: Intesa Sanpaolo previsioni; Eurostat

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

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com