



INTESA  **SANPAOLO**

Cacao

Daniela Corsini,
Rates, FX & Commodities Research
15 dicembre 2025

Cacao: il processo di ribilanciamento del mercato dovrebbe continuare...

Dopo la crisi del 2023-2024, culminata con il raggiungimento di nuovi massimi storici di prezzo a dicembre 2024, le quotazioni del cacao hanno iniziato a diminuire seguendo il **processo di ribilanciamento del mercato fisico**, ma sempre mantenendo una **volatilità molto elevata**.

- Da un lato, **i consumi hanno subito una notevole contrazione**, pur reagendo con molti **trimestri di ritardo** alle fiammate dei prezzi.
- Dall'altro lato, **l'offerta mondiale è migliorata grazie a condizioni metereologiche più favorevoli e**, in Africa Occidentale, allo stimolo di **remunerazioni più allineate ai prezzi sul mercato internazionale**.

Oggi, la principale preoccupazione per chi commercia cacao non è più la disponibilità di materia prima, come nel drammatico biennio precedente, **ma la qualità**: gli alti prezzi hanno spinto coltivatori e intermediari ad aumentare i volumi a scapito della qualità delle fave, e la percentuale di scorie nei carichi consegnati ai porti è notevolmente aumentata.

...solo temporaneamente interrotto da preoccupazioni per l'offerta africana e flussi di acquisti speculativi

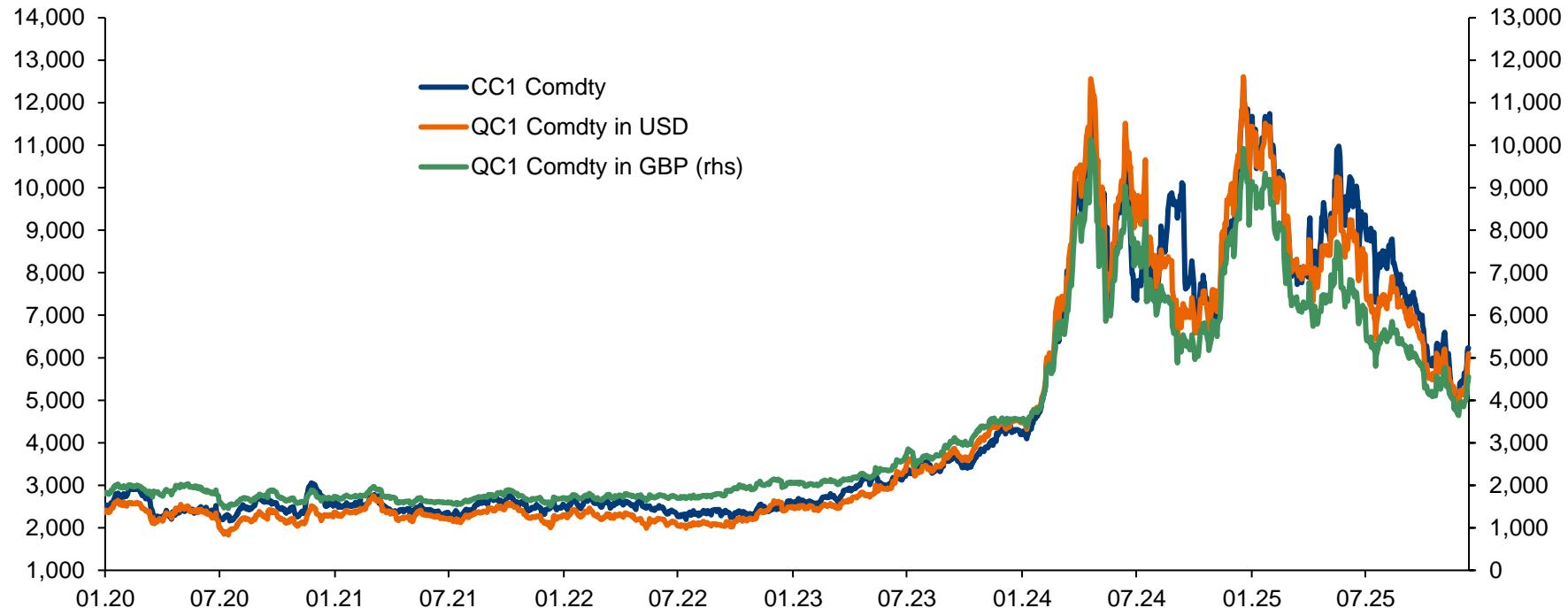
Sui mercati finanziari, si sta registrando un forte aumento delle contrattazioni speculative in opzioni spiegate da preoccupazioni sulla produzione nell'Africa occidentale, dalla revisione al ribasso da parte dell'ICCO della sua stima del surplus globale per il 2024/25, ma soprattutto dall'annuncio della prossima inclusione del cacao nel Bloomberg Commodity Index, o BCOM, nel gennaio 2026, che innescherà acquisti significativi per questi future all'inizio del prossimo anno, fornendo ulteriore sostegno ai prezzi.

Data l'incertezza sui futuri fondamentali di domanda e offerta e la maggiore finanziarizzazione del cacao a seguito dell'inclusione in importanti indici finanziari, ci attendiamo che la volatilità resterà elevata e non prevediamo un completo rientro ai livelli pre-crisi, anche se i prezzi continueranno a correggere.

- Per il contratto future scambiato sull'ICE di Londra stimiamo un calo verso una media di 3.690 sterline per tonnellata nel 2026 e 3.400 sterline nel 2027: livelli ben inferiori al massimo di 10.265 sterline registrato nel 2024, ma ancora notevolmente superiori alla media di 1.786 sterline che ha contraddistinto il decennio 2012-2022.

Cacao: prezzi ormai lontani dai massimi, ma volatilità ancora elevata

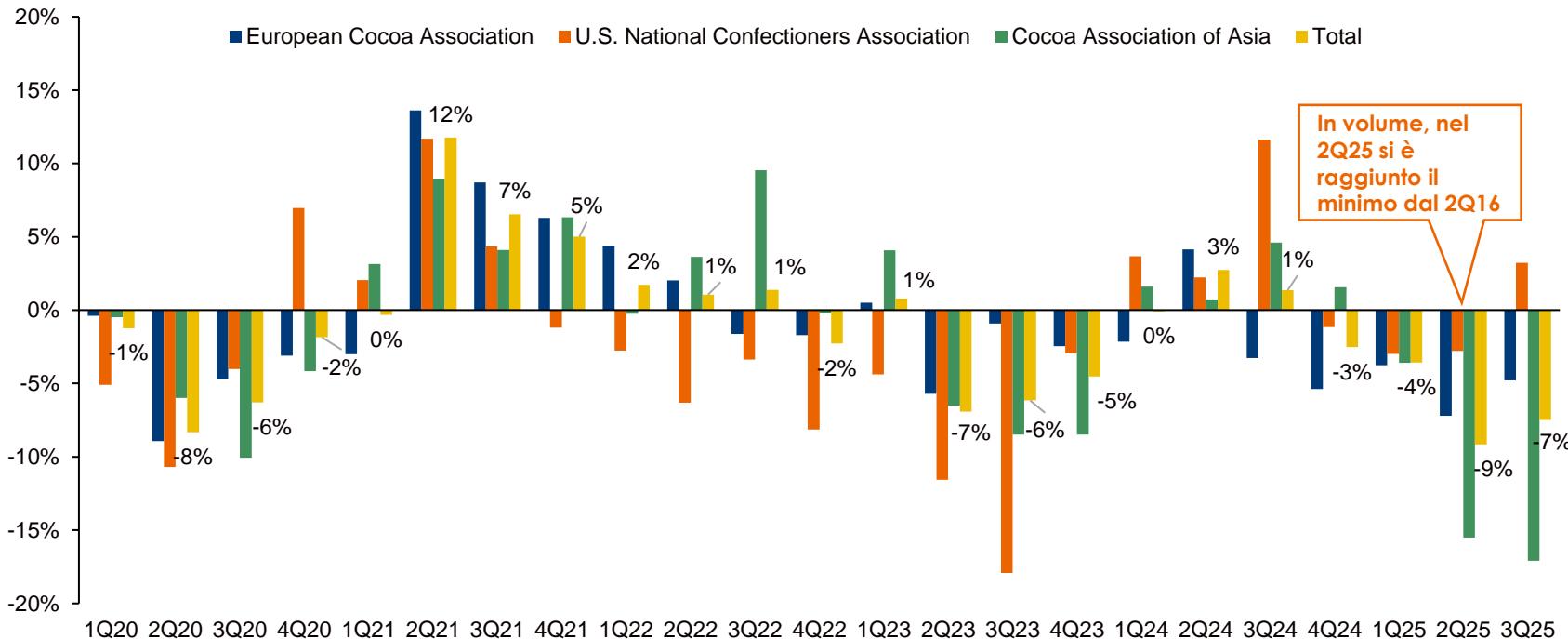
Cacao LIFFE in USD/MT - CC1 Comdty, Cacao ICE in GBP/MT - QC1 Comdty (in GBP sulla scala destra, convertito in USD sulla scala sinistra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

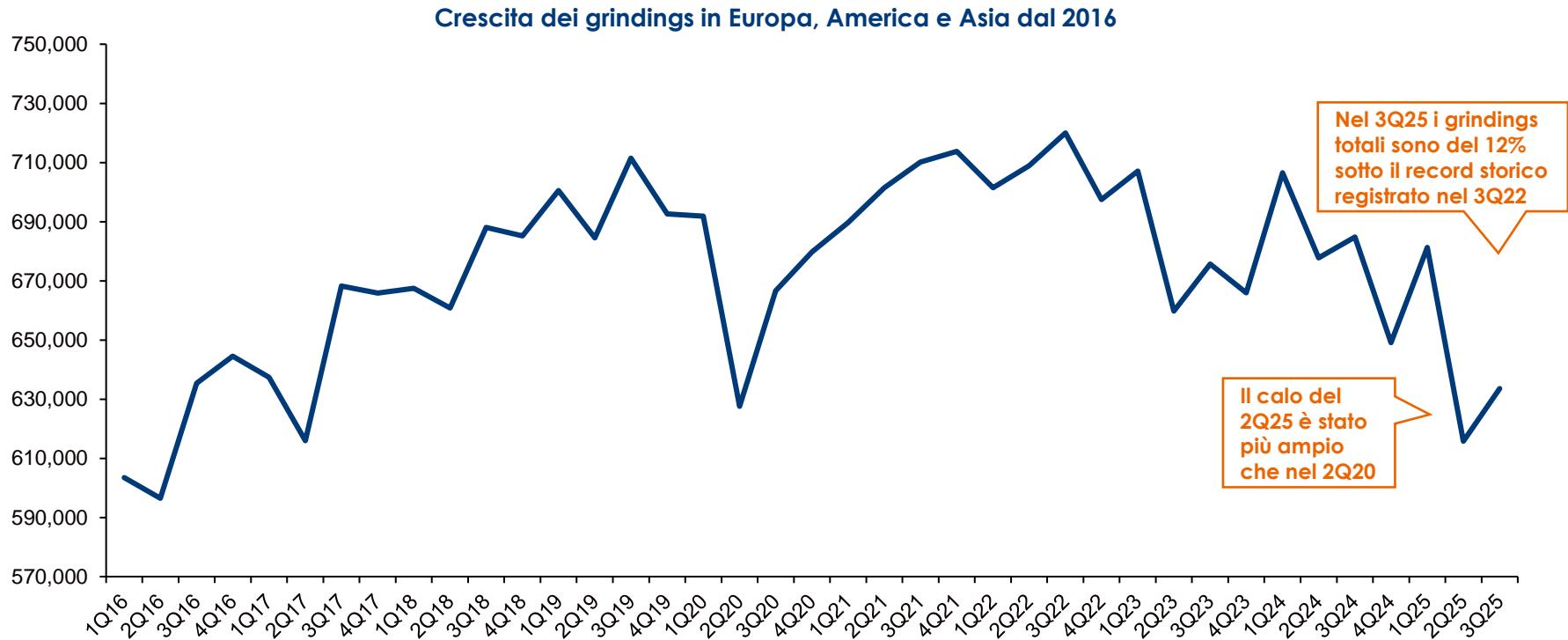
La domanda ha registrato correzioni molto ampie

Grindings per area, crescita % a/a



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di European Cocoa Association, U.S. National Confectioners Association, Cocoa Association of Asia Association.

I consumi si manterranno probabilmente ancora per qualche trimestre lontano dai massimi storici



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati di European Cocoa Association, U.S. National Confectionery Association of Asia Association.

L'ICCO prevede un surplus per la stagione 2025/26, ma invita a non sottovalutare i rischi strutturali sul West Africa

A novembre 2025, l'**Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO)** ha ripreso a fornire previsioni sui fondamentali di mercato, dopo averle interrotte all'inizio di quest'anno.

Nell'ultima revisione, l'organizzazione **ha notevolmente abbassato le stime di surplus per la stagione 2024/25**, conclusasi a settembre, **a 49.000 tonnellate** vs. precedenti stime di un surplus di 142.000 tonnellate pubblicato a febbraio.

L'ICCO ha inoltre dichiarato che anche **per la stagione 2025/26 è previsto un surplus data la domanda mondiale ancora debole**, che fatica a recuperare dai precedenti picchi dei prezzi, **e le più ottimistiche prospettive di offerta**, sostenute dall'aumento della produzione in Ecuador, dalle migliori condizioni meteorologiche in Africa occidentale e dai prezzi più elevati alla produzione. **Tuttavia, l'ICCO avverte che "i problemi strutturali in Africa occidentale continuano a rappresentare un rischio, e suggeriscono che l'ottimismo dovrebbe essere cauto".**

- Le **stime di consenso** su Bloomberg indicavano a settembre un probabile eccesso di offerta per il 2025-26 pari a **186.000 tonnellate**.
- A metà novembre, uno dei previsori più bearish sul mercato del cacao, **Rabobank**, ha stimato il surplus di questa stagione a **328.000 tonnellate** e ha affermato che l'eccesso di offerta potrebbe salire a 403.000 tonnellate nella stagione 2026-27.

Il modesto surplus previsto per il biennio 2024-26 non compensa ancora il deficit registrato in precedenza

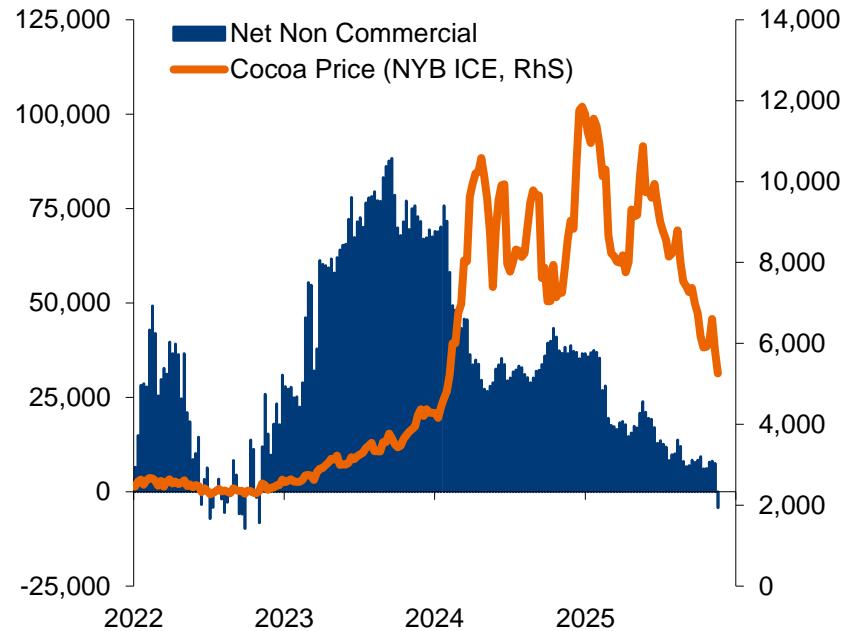
Stime ICCO

| COCOA YEAR (OCT-SEP) | 2023/24 | | 2024/25 Revised estimates | YEAR-ON-YEAR CHANGE | |
|------------------------|-----------------------|-------------------|------------------------------|---------------------|------------|
| | Previous estimates a/ | Revised estimates | | | |
| | (thousand tonnes) | | | | (Per cent) |
| WORLD PRODUCTION | 4 369 | 4 365 | 4 698 | +333 | +7.6% |
| WORLD GRINDINGS | 4 819 | 4 810 | 4 602 | -208 | -4.3% |
| SURPLUS/DEFICIT b/ | -494 | -489 | +49 | | |
| END-OF-SEASON STOCKS | 1 270 | 1 275 | 1 324 | +49 | +3.8% |
| STOCKS/GRINDINGS RATIO | 26.4% | 26.5% | 28.8% | | |

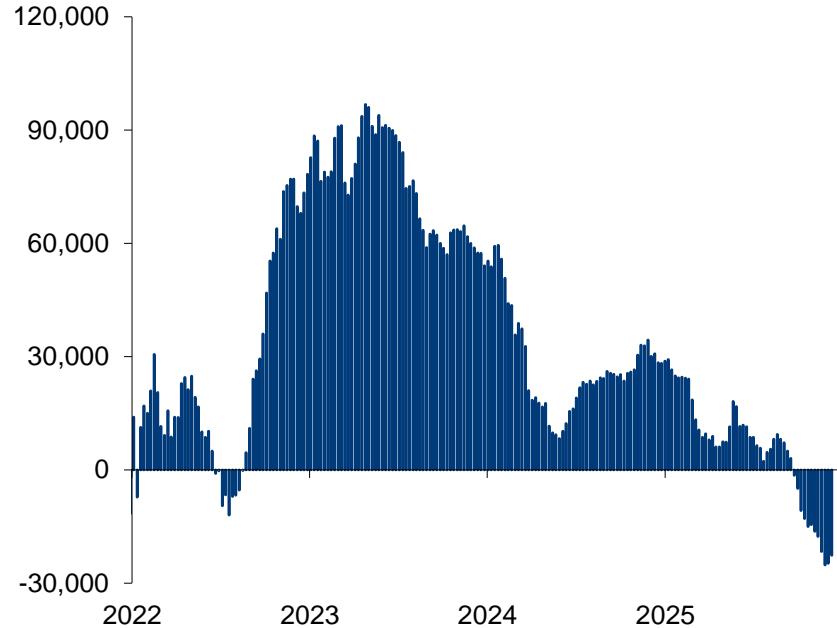
Fonte: International Cocoa Organization (ICCO), <https://www.icco.org/november-2025-quarterly-bulletin-of-cocoa-statistics/>

Gli speculatori hanno amplificato i ribassi. Ora, grazie all'inclusione nel BCOM, stiamo assistendo ad una temporanea inversione di rotta

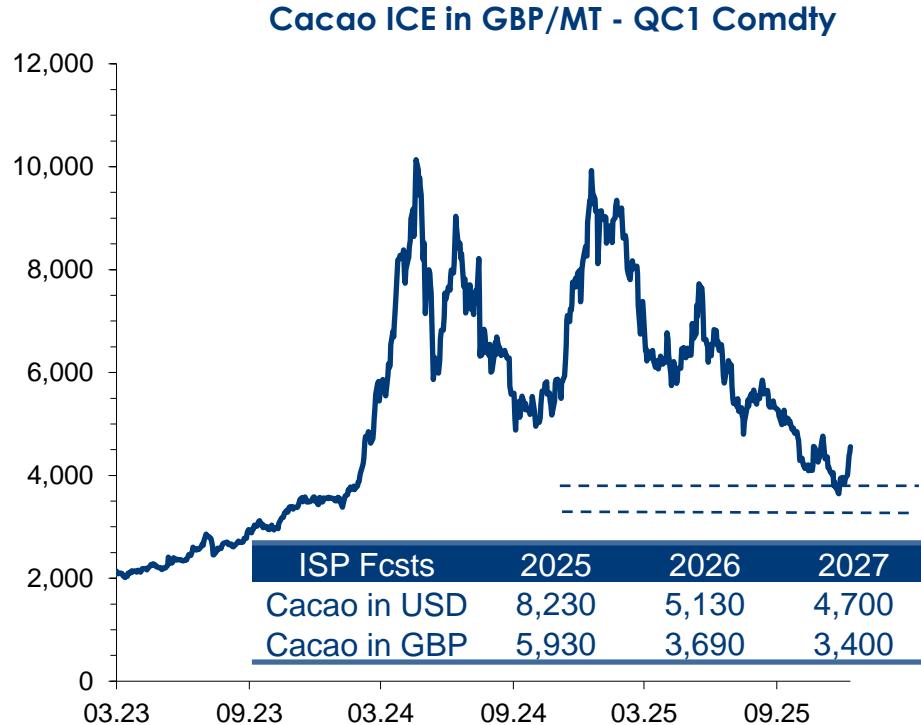
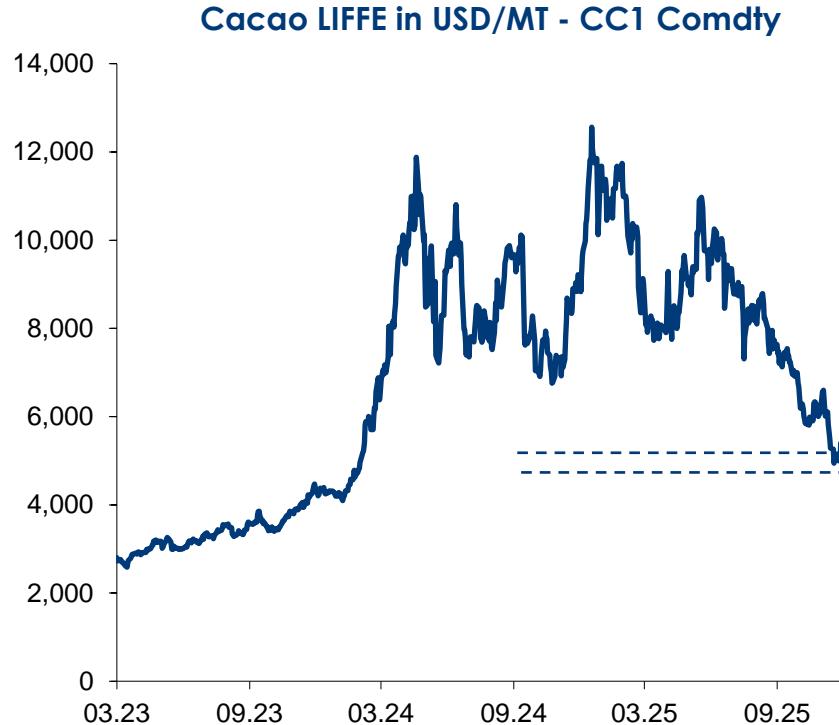
Posizioni degli operatori non commerciali su LIFFE Cocoa in USD/MT (dati fermi al 18/11/25) e su ICE Cocoa in GBP/MT



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati US CFTC



Dopo l'atteso rimbalzo stagionale fra 4Q25 e 1Q26, il ribilanciamento continuerà nel corso del 2026



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Grazie!

Appendice

Certificazione degli analisti

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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 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 esperte 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 U.S. 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 U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, 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 il sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.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

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici

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 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.

Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacionál de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli dedicati.

Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA tramite modelli tecnici 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. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

.

Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

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.intesasanpaolo.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 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.

A cura di:

Daniela Corsini, Rates, FX & Commodities Research, Intesa Sanpaolo