



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING

I con Zero

La seconda generazione

Che cosa ci dicono i consumi dell'economia "a K"



T con Zero

La seconda generazione

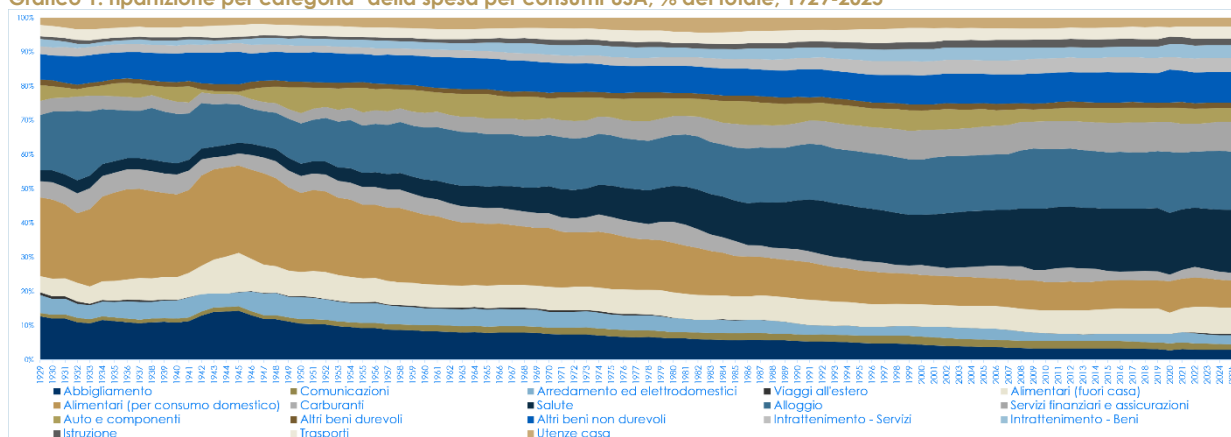
N.50 - SETTEMBRE 2026

Che cosa ci dicono i consumi dell'economia "a K"

I consumatori sono statistica. I clienti sono persone. (Harold Stanley Marcus¹)

Poche cose possono rendere l'idea delle trasformazioni di una società e di un'economia quanto il cambiamento dei consumi. Comprendere il mutamento delle abitudini di consumo delle famiglie è importante sia dal punto di vista sociale e culturale, sia da quello economico. La spesa per consumi, infatti, è ormai da molti anni la componente maggiore del PIL, in particolare delle economie avanzate e più mature, a cominciare dal loro Paese-guida, gli Stati Uniti, dove il *Bureau of Economic Analysis* e il *Bureau of Labor Statistics* sono due autentiche miniere di informazioni, che ci forniscono dati molto granulari sull'argomento da numerosi decenni.

Grafico 1: ripartizione per categoria² della spesa per consumi USA, % del totale, 1929-2025



Tra il 1929 e il 2025 le quote della spesa per abbigliamento, arredamento e per gli alimenti da consumare a casa sulla spesa totale per consumi sono crollate. Si è invece moltiplicato il peso delle spese per salute, istruzione, servizi finanziari, intrattenimento, come si può notare dal grafico 1 e dalla tabella 1. Alcune voci sono rimaste relativamente stabili in percentuale del totale aggregato. Poi possono esserci differenze importanti per i diversi livelli di reddito dei consumatori: su questo punto si tornerà diffusamente più avanti. Per ora si sottolinea come le spese relative all'alloggio e alle relative utenze (i servizi di pubblica utilità, come elettricità, gas, acqua) siano un buon esempio della differenza tra visione aggregata e dettaglio. La casa è la principale voce di spesa delle famiglie con i redditi più bassi, con una quota (35%) ben superiore a quelle con i redditi più alti (23%), ma in aggregato è rimasta piuttosto stabile. Una curiosità: la spesa per mangiare fuori casa è cresciuta fino quasi ad allinearsi, in termini di frazione della spesa per consumi totale, con quella per gli alimenti da consumare a casa.

Tabella 1: quota di spese per categoria² di consumi in % del totale dei consumi delle famiglie e loro variazione, USA, 1929-2025

	Abbigliamento	Comunicazioni	Arredamento	Viaggi all'estero	Alimentari (fuori casa)	Alimentari (a casa)	Carburanti	Salute	Alloggio	Servizi finanziari	Auto	Altri beni durevoli	Altri beni non durevoli	Intrattenimento - Beni	Intrattenimento - Servizi	Istruzione	Trasporti	Servizi di pubblica utilità
1929	12,7%	1,0%	5,3%	0,7%	4,8%	22,9%	4,8%	3,2%	16,1%	4,1%	4,7%	1,7%	7,4%	2,2%	2,2%	0,8%	3,4%	2,1%
2025	2,9%	1,7%	2,6%	0,4%	7,7%	7,9%	2,2%	18,4%	17,1%	8,7%	3,9%	1,6%	8,9%	4,2%	3,6%	1,9%	3,6%	2,5%
Variazione 1929-2025	-77,2%	73,8%	-50,7%	-41,3%	60,3%	-65,5%	-54,5%	479,1%	6,4%	113,3%	-16,4%	-5,6%	20,7%	90,0%	65,2%	146,7%	7,6%	23,4%

L'accresciuto peso dei consumi di servizi rispetto a quelli di beni.

Un'altra dinamica di enorme importanza è la crescita nei decenni della componente servizi, all'interno dei panieri di consumo delle famiglie, rispetto a quella dei beni. I grafici 2, 3 e 4 che seguono illustrano la ripartizione della spesa totale per consumi tra beni e servizi in tre ipotesi diverse. La prima considera *tutte* le categorie di beni e servizi, la seconda esclude le spese in beni durevoli (come arredo ed elettrodomestici) e servizi *legati alla casa*, la terza esclude dai servizi anche le spese per salute e istruzione, che hanno acquisito un peso rilevante nei consumi delle famiglie, con redditi sia bassi, sia alti. La logica è valutare il peso relativo di beni e servizi anche

I con Zero

La seconda generazione

N.50 - SETTEMBRE 2026

escludendone alcune tipologie ritenute irrinunciabili. In tutti e tre i casi la componente servizi ha superato quella dei beni, cambia solo il momento in cui il sorpasso è avvenuto. Si va dal 1970, se si considerano tutte le categorie, al 2014 nell'ipotesi più restrittiva, passando per il 1985 nel caso intermedio.

Grafico 2: ripartizione spesa per consumi USA² tra beni e servizi, % del totale, 1929-2025

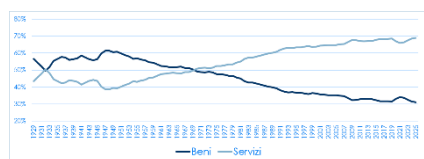


Grafico 3: ripartizione spesa per consumi USA tra beni (esclusa abitazione) e servizi (esclusa abitazione)², % del totale, 1929-2025

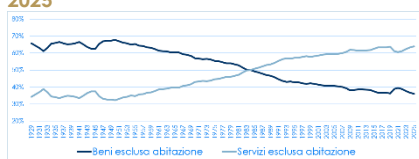
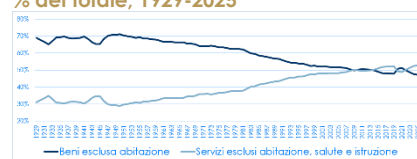


Grafico 4: ripartizione spesa per consumi USA tra beni (esclusa abitazione) e servizi (escluse abitazione, istruzione e salute)², % del totale, 1929-2025



Il fatto che i servizi pesino sempre di più nella spesa per consumi è importante per la sostenibilità sia dei loro livelli, sia della crescita. Infatti i servizi possono essere acquistati in quantità maggiori e più frequentemente dei beni da parte di famiglie con redditi e ricchezza più elevata. Il limite fisico che anche chi guadagna molto o è molto ricco sperimenta nell'acquisto, ad esempio, di auto sportive, case o altri beni è molto meno stringente se si parla di servizi o "esperienze", come viaggi, cene in ristoranti di lusso, trattamenti benessere o, per tornare in un mondo più normale, spese per la salute o per l'istruzione. Poiché molte di queste spese sono accessibili ai consumatori dai redditi e dai patrimoni più elevati, il fatto che la sazietà³ (nell'accezione economica della parola) si raggiunga più lentamente che nel caso dei beni consente alla crescita dei consumi di materializzarsi in un periodo più lungo. Questo effetto potrebbe essere stato sottovalutato negli anni e potrebbe avere contribuito alla sorprendente (secondo alcuni) longevità del ciclo di espansione dell'economia statunitense e in particolare dei consumi. In altri termini, la polarizzazione di redditi e ricchezza che ha dato origine alla traiettoria evolutiva "a K", nella quale chi era svantaggiato è scivolato sempre più indietro, mentre chi stava bene ha visto la propria situazione migliorare, si è combinata con un cambiamento nei comportamenti di consumo che ha offerto maggiori possibilità di scelta e opportunità di spendere di più e più frequentemente a chi ha redditi più elevati. Ciò potrebbe avere rappresentato un'integrazione degna di nota rispetto della visione economica tradizionale, secondo cui chi ha redditi medio-bassi tende a spendere di più, in proporzione al suo reddito disponibile.

Un'occhiata da vicino ad alcune categorie di consumi che possono illustrare la dinamica "a K"

È stata analizzata la spesa per consumi per diverse categorie di beni e servizi tra il 1986 e il 2024, dividendo le famiglie in base al quintile di reddito. Per semplicità i grafici che seguono aggregano i due quintili più bassi, cioè il 40% della popolazione che guadagna meno, e li confronta con i due quintili di reddito più alti, cioè il 40% della popolazione degli USA che guadagna di più. Attenzione: si sta parlando di *reddito*, non di *ricchezza*. Alcune evidenze sono assolutamente in linea con le aspettative, per esempio che chi guadagna meno alloca a beni e servizi non discrezionali, cioè necessari, una frazione della propria spesa per consumi complessiva molto maggiore di chi ha redditi più alti (grafici 5 e 6). Dagli stessi grafici si nota che, negli ultimi 25 anni, e in particolare negli ultimi cinque, i consumi non discrezionali siano aumentati molto per entrambe le fasce di reddito considerate (grafico 6). L'aumento, tuttavia, è stato più pronunciato per i redditi più bassi: le famiglie con redditi elevati hanno potuto mantenere un profilo di spesa in beni e servizi discrezionali sostenuto e stabile (grafico 5).

Grafico 5: USA, consumi discrezionali in % dei consumi² totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti

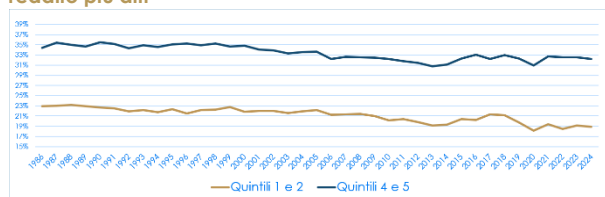
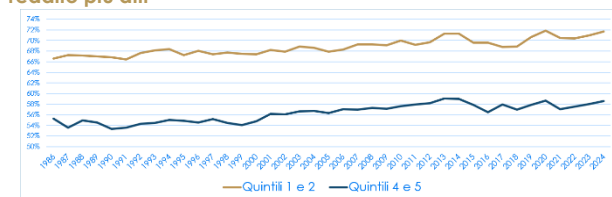


Grafico 6: USA, consumi non discrezionali in % dei consumi² totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti



Restringendo il campo ad alcune categorie specifiche, intrattenimento (grafico 7) e istruzione (grafico 8) si collocano più o meno agli estremi opposti dello spettro dei consumi: il primo discrezionale, la seconda quasi irrinunciabile. Eppure, mentre le traiettorie del primo si assomigliano, sia pure su livelli diversi, con i redditi più alti che allocano una parte più ampia del proprio budget all'intrattenimento, è interessante notare come i forti aumenti del costo dell'istruzione e il tendenziale allungamento, per chi può permetterselo, del periodo di studio,

I con Zero

La seconda generazione

N.50 - SETTEMBRE 2026

abbiano condotto a una netta divergenza tra la spesa per istruzione sul totale dei consumi del 40% della popolazione che guadagna di più rispetto ai due quintili di reddito più bassi. Se non sorprende che chi guadagna di più abbia la possibilità di risparmiare di più (e magari un'educazione finanziaria superiore) e quindi spenda di più in servizi finanziari e previdenza privata, come mostra il grafico 9, i grafici 10 e 11 forniscono indicazioni più interessanti. Tutti devono spendere per trasporti e salute. Sono categorie di spesa difficilmente comprimibili, almeno sotto un certo limite. Gli ultimi anni mostrano come la popolazione con i redditi più bassi, nel caso dei trasporti (grafico 10), non sia riuscita a recuperare l'allocatione precedente gli shock del 2022, perché ha dovuto spendere di più altrove. Il grafico 11, sulla spesa per la salute, illustra come le famiglie a reddito più basso debbano spendere una quota più ampia del proprio budget per curarsi, mentre quelle a più alto reddito, che possono spendere per servizi sanitari di maggiore qualità e costo e possono ricercare una migliore "qualità della vita," le allocano una frazione minore della propria spesa per consumi, ma la crescita è stata nettamente superiore a quella del 40% delle famiglie a redditi più bassi. Forse la spesa per la salute è il caso più emblematico di come una categoria di consumi tradizionalmente ritenuta essenziale, non discrezionale, abbia subito una sorta di ibridazione, per ragioni culturali, commerciali e per l'aumento dei costi, lievitati fuori dalla portata di una parte crescente della popolazione, divenendo progressivamente più discrezionale.

Grafico 7: USA, spese per intrattenimento in % dei consumi totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti²

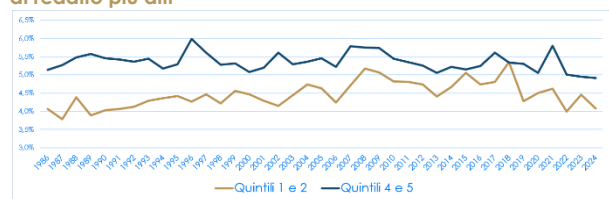


Grafico 8: USA, spese per istruzione in % dei consumi totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti²

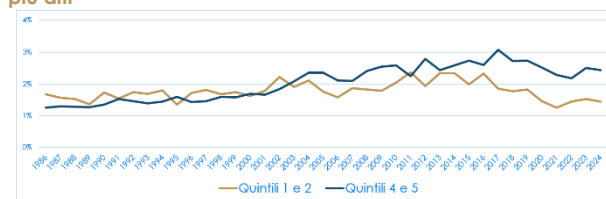


Grafico 9: USA, spese per assicurazioni e pensioni in % dei consumi totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti²

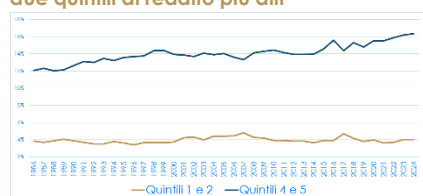


Grafico 10: USA, spese per trasporti in % dei consumi totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti²

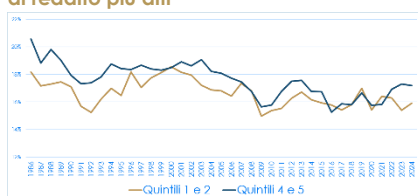
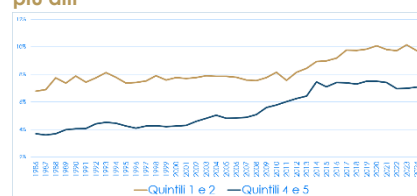


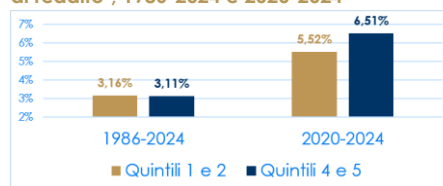
Grafico 11: USA, spese per salute in % dei consumi totali, 1986-2024, i due quintili di reddito più bassi vs i due quintili di reddito più alti²



Dinamiche che si rafforzano a vicenda possono rendere la spesa per consumi e la crescita più sostenibili

La disuguaglianza crescente che si è osservata negli ultimi vent'anni in molti Paesi ha lati negativi che prima o poi potrebbero presentare un conto in termini sociali e politici. Dalla Brexit in avanti, probabilmente sta già accadendo. D'altra parte, la combinazione delle divergenze di reddito e ricchezza, in molti Paesi, e della maggiore opportunità di spendere, in beni e soprattutto servizi, ha consentito ai quintili della popolazione con redditi più alti di far crescere i propri consumi in modo molto più rapido dalla pandemia in avanti, rispetto a un andamento più equilibrato tra le fasce di reddito nei decenni precedenti (grafico 12). Non è detto che questa dinamica debba interrompersi. La sproporzione nella crescita della ricchezza, più difficile da misurare, sembra essere stata ancor più vistosa e radicata di quella dei redditi, concedendo ai più abbienti un bacino per finanziare i consumi da cui attingere più a lungo. Il ramo della K che punta in alto, quindi, sembrerebbe in grado di continuare a trainare la crescita dell'economia nel suo complesso. Questo vale negli Stati Uniti, dove disponiamo di dati più abbondanti, ma l'evidenza altri Paesi, anche in Europa, sembra coerente con quella statunitense, al netto delle differenze culturali che si riflettono in abitudini e propensione al consumo.

Grafico 12: USA, tassi di crescita annua composta della spesa per consumi per quintili di reddito², 1986-2024 e 2020-2024



A cura di Luca Tobagi, CFA – Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N.50 - SETTEMBRE 2026

Note e riferimenti

1: Harold Stanley Marcus (1905-2002) è stato presidente e amministratore delegato della catena di grande distribuzione di abbigliamento statunitense Neiman Marcus tra il 1950 e il 1976.

2: Le categorie di spesa del *Bureau of Economic Analysis* sono le seguenti e i dati delle serie storiche vanno dal 1929 al 2025 inclusi. Nondurable goods: Clothing and footwear, Services: Communication, Durable goods: Furnishings and durable household equipment, Net foreign travel (Foreign travel by U.S. residents less expenditures in the U. S. by nonresidents), Services: Food services and accommodations, Nondurable goods: Food and beverages purchased for off-premises consumption, Goods, Nondurable goods: Gasoline and other energy goods, Services: Health care, Services: Housing and utilities: Housing, Services: Housing and utilities, Services: Financial services and insurance, Durable goods: Motor vehicles and parts, Durable goods: Other durable goods, Nondurable goods: Other nondurable goods, Other services, Recreation services, Durable goods: Recreational goods and vehicles, Education services, Transportation services, Services: Household utilities. Le categorie di spesa del *Bureau of Labor Statistics* sono le seguenti e i dati delle serie storiche vanno dal 1986 al 2024 inclusi. Food at home, Food away from home, Shelter, Utilities, fuels, and public services, Household furnishings and equipment, Apparel and services, Transportation, Healthcare, Entertainment, Personal care products and services, Reading, Education, Personal insurance and pensions. Sono state escluse le spese delle istituzioni non-profit che erogano servizi alle famiglie. I dati annuali delle singole categorie ritenute appropriate ai fini dell'analisi sono stati sommati per calcolare la spesa totale per consumi di ogni anno, e il rapporto tra la singola voce e il totale restituisce la quota di ciascuna tipologia di bene o servizio in cui si spende. I dati sui consumi divisi per quintili di reddito delle famiglie provengono dal *Bureau of Labor Statistics*. Per le diverse metodologie di raccolta dei dati utilizzate dalle due fonti, di solito i dati del *Bureau of Labor Statistics* sono più conservativi di quelli del *Bureau of Economic Analysis*.

3: il concetto di sazietà, cioè del punto in cui l'utilità marginale di un'unità di consumo aggiuntivo diventa nulla e consumare di più può addirittura dare fastidio (cioè ha un'utilità marginale negativa) è di fatto trascurata in buona parte della teoria e della letteratura economica. Spesso viene di fatto sostituita con l'ipotesi di monotonicità: in molti ambiti, inclusi i consumi, "più è meglio", indipendentemente da quanto si sia già consumato. Il punto di sazietà si allontana talmente tanto da renderlo in teoria irrilevante.

Le elaborazioni di tutti i grafici sono di Mediobanca Private Banking, dell'autore e del team di *Investment Strategy* su dati Bloomberg e di altre fonti rilevanti. I dati raccolti vanno dall'inizio della disponibilità delle serie storiche al 20 settembre 2026.

Perché T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro *T con Zero* vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t con zero* devo stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero*; per stabilire una configurazione oggettiva di *t con zero* devo spostarmi in *t con 1*; per spostarmi in *t con 1* devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il presente documento (il "Documento") è stato preparato da Mediobanca Private Banking ("MBPB") a scopo puramente informativo ed è riservato a MBPB e ai suoi clienti. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca Private Banking; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta di MBPB. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, MBPB non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti, le correlazioni e i livelli di rischio passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti, correlazioni o livelli di rischio per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni di Mediobanca Private Banking aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca Private Banking e possono essere differenti da quelle di altri professionisti di Mediobanca e non le vincolano.



MEDIOBANCA
PRIVATE BANKING