Rothschild & Co
Asset Management



Resilience has a price



Marc-Antoine Collard
Chief Economist – Director of macroeconomic research

Resilience should not be mistaken for stability. Behind relatively robust headline global growth lies an increasingly challenging combination of persistent inflation, elevated interest rates, geopolitical disruption, fiscal pressures and exceptionally strong investment in artificial intelligence (AI).

A resilient, but divided global economy

As impressive as this year's expansion has been in the face of a significant energy shock, economic buffers are becoming increasingly stretched and growth remains highly uneven. Countries benefiting from the technology and investment cycle are travelling along a very different path from economies exposed primarily to higher energy and financing costs, and energy importers outside the technology value chain appear particularly vulnerable.

Nowhere is this divergence clearer than in the US. Growth did not falter despite higher interest rates and elevated energy prices. Consumer spending has proved more resilient than expected, while capital expenditure, led by AI-related investment, has accelerated sharply.

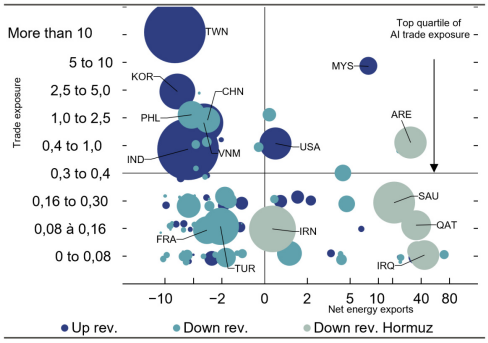
Yet this resilience masks growing disparities. Strong financial markets and rising asset values have disproportionately benefited higher-income households, while lower-income consumers remain much more exposed to the cumulative increase in food, energy, housing and financing costs. The sharp Democratic gains in the November midterm elections therefore highlight an important economic as well as political tension: robust

aggregate growth has not necessarily translated into improving living standards across the income distribution.

This matters because the resilience of the US consumer is increasingly intertwined with financial markets. With household exposure to equities unusually high, a prolonged market correction – amid a reassessment of AI-related returns, or a renewed increase in long-term interest rates – could generate a meaningful negative wealth effect and, in turn, weigh on consumer spending.

World – Cumulative growth rev. 2026-27

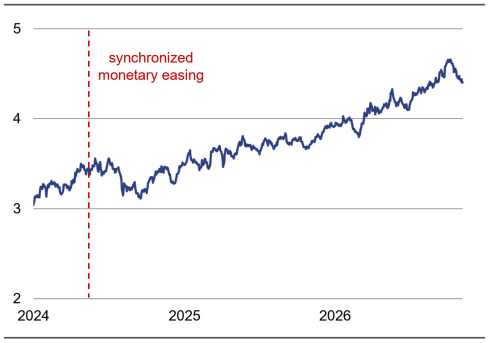
in % of GDP, by net exports, energy and AI



Sources : IMF, Rothschild & Co Asset Management, 30/10//2026

World – Sovereign LT yield

in %, Bloomberg index, 10 yr +



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 30/10/2026

… o esogeno?

Tuttavia, le evidenze suggeriscono che il rafforzamento della crescita spieghi solo in parte il fenomeno, mentre diversi indicatori rimandano a fattori meno favorevoli, in particolare all'inflazione. Già prima del conflitto con l'Iran, le pressioni inflazionistiche si erano dimostrate più persistenti del previsto. Per preservare la propria credibilità, le banche centrali potrebbero quindi dover mantenere i tassi di riferimento su livelli elevati per un periodo prolungato. Ciò implica che l'aumento dei rendimenti obbligazionari rifletta, almeno in parte, la necessità di mantenere condizioni monetarie restrittive.

Un secondo elemento riguarda le dinamiche fiscali. I rapporti tra debito pubblico e PIL sono aumentati sensibilmente nella maggior parte delle economie avanzate, mentre i deficit restano insolitamente elevati nonostante condizioni economiche relativamente favorevoli. Nei prossimi anni, i governi dovrebbero continuare a emettere ingenti volumi di debito, anche per finanziare l'aumento della spesa per la difesa e i costi legati all'invecchiamento della popolazione. Al tempo stesso, il boom dell'intelligenza artificiale esercita ulteriori pressioni al rialzo sui rendimenti: gli ingenti fabbisogni di finanziamento accrescono infatti la domanda di capitale a lungo termine. La crescente offerta di obbligazioni richiede agli investitori di assorbire un maggiore rischio di duration, contribuendo così all'aumento dei rendimenti. Questi ultimi, a loro volta, rischiano di deteriorare ulteriormente la dinamica del debito, aumentando il costo del suo servizio per i governi.

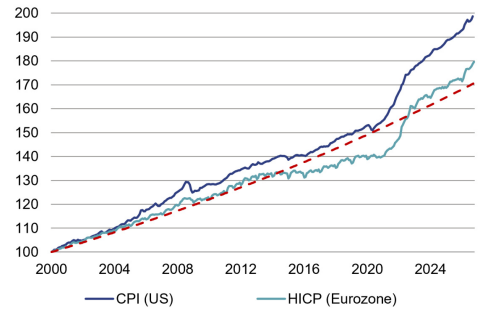
Il recente rialzo dei rendimenti sembra inoltre riflettere un aumento sia del premio a termine sia del premio al rischio, in un contesto di elevata incertezza. Parallelamente, il quantitative tightening ha ridotto la presenza delle banche centrali sui mercati obbligazionari, facendo venir meno un'importante fonte di domanda di titoli di Stato.

Anche il comportamento dei mercati finanziari suggerisce che l'aumento dei rendimenti non possa essere spiegato esclusivamente dall'ottimismo sulle prospettive di crescita. Se gli investitori considerassero i tassi più elevati soprattutto come il riflesso di fondamentali economici più solidi, i mercati del credito dovrebbero rimanere sostanzialmente stabili. Negli ultimi mesi, tuttavia, gli spread hanno mostrato segnali di ampliamento nei segmenti più rischiosi, in particolare nel credito high yield.

Un moderato aumento degli spread non è insolito nelle fasi di restrizione monetaria. Tuttavia, se l'ampliamento dovesse proseguire e coinvolgere anche il credito investment grade o le condizioni di finanziamento bancario, l'impatto sull'attività economica potrebbe diventare molto più significativo. Le condizioni finanziarie si irrigidirebbero nell'intera economia, amplificando gli effetti negativi dell'aumento dei costi di finanziamento e riducendo la disponibilità di credito per famiglie e imprese.

Adv. Eco. – Price index

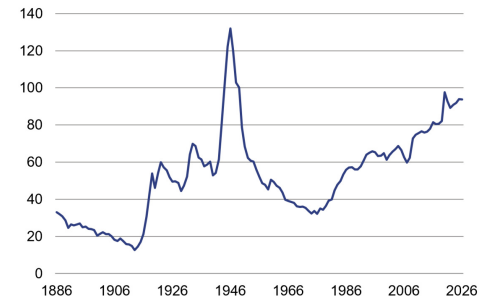
index, dashed = ann. growth 2 %



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Management, 30/10/2026

World- Public debt

in % of GDP



Sources : IMF, Rothschild & Co Asset Management, 30/10/2026

Detto questo, la trasmissione dei tassi di interesse più elevati potrebbe essere più lenta rispetto ai cicli precedenti. Nell'ultimo decennio, governi, famiglie e imprese hanno beneficiato di costi di finanziamento storicamente bassi, emettendo debito a tasso fisso e con scadenze più lunghe. In tal senso, il mercato immobiliare statunitense rappresenta un buon esempio di come un'elevata quota di debito a tasso fisso possa attenuare la trasmissione del rialzo dei tassi all'economia nel suo complesso.

Di conseguenza, la sensibilità dei debitori all'aumento dei tassi di interesse di mercato si è ridotta, ritardando la trasmissione dei maggiori rendimenti al costo del servizio del debito. L'economia globale potrebbe quindi riuscire a sostenere tassi a lungo termine elevati più a lungo, prima che gli effetti negativi più evidenti inizino a manifestarsi sulla crescita.

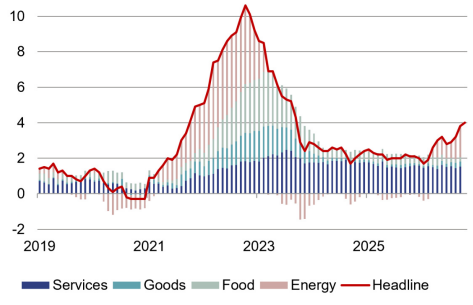
Questa resilienza non deve tuttavia essere sopravvalutata. Negli ultimi decenni, famiglie, imprese e governi hanno accumulato livelli di debito senza precedenti, rendendo

l'economia strutturalmente più esposta ai cambiamenti delle condizioni di finanziamento. Con la progressiva scadenza del debito esistente e il suo rifinanziamento a tassi più elevati, i costi di finanziamento sono inevitabilmente destinati ad aumentare nell'intera economia.

Al momento, i dati restano contrastanti, ma suggeriscono che l'aumento dei tassi di interesse sia riconducibile più alla persistenza dell'inflazione, agli squilibri fiscali, all'elevata offerta di obbligazioni e all'incremento dei premi al rischio che a un significativo miglioramento delle prospettive di crescita nel lungo periodo. Se i rendimenti dovessero continuare a salire, il conseguente irrigidimento delle condizioni finanziarie potrebbe incidere in misura significativa sulla crescita globale, anche qualora il processo di adattamento risultasse più graduale rispetto ai cicli precedenti.

Eurozone – Inflation rate

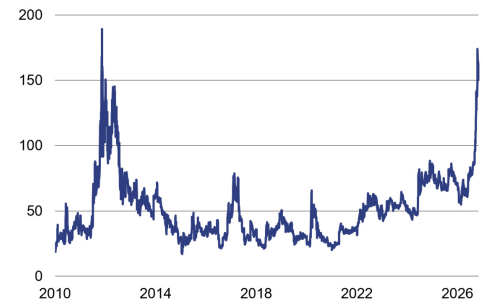
in %, contributions



Sources : Macrobond, Rothschild & Co Asset Mangement, 30/10//2026

Eurozone – French-German yield spread

in %, 10 years



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 30/10/2026

Resilience has a price

The paradox confronting the global economy is therefore becoming clearer. AI investment supports growth but absorbs enormous quantities of capital. Fiscal spending cushions activity but increases government borrowing requirements. Elevated asset prices support consumption but make growth more sensitive to financial-market corrections. Geopolitical fragmentation encourages investment in defence, supply-chain resilience and energy security but raises production costs. And all of these forces are competing for financing at a time when the global cost of capital has risen substantially.

The common denominator is that resilience itself has become more expensive.

The key question for 2027 is therefore not simply whether growth can remain resilient, but whether the productivity gains generated by today's investment boom arrive quickly enough to offset a structurally higher cost of capital.

If they do, AI investment could validate elevated asset valuations, raise potential growth and ultimately ease inflationary pressures. If they do not, investors may discover that what looked like economic resilience was partly the consequence of increasingly expensive

financial, fiscal and technological buffers.

Performance of the indices and interest rate levels

	Price as of 30/10/2026	1 month % change	2026 % change
Equity markets			
CAC 40	7 969	0.1%	-2.2%
Euro Stoxx 50	6 131	-2.2%	5.9%
S&P 500	7 580	-0.9%	10.7%
Nikkei 225	63 290	-5.2%	25.7%
Currencies			
EUR/USD	1.12	-1,5%	-5.0%
EUR/JPY	175.8	-1.4%	-4.5%

Interest rates	Price as of 30/10/2026	1 month bp(1)	2026 bp(1)
3 month			
Eurozone	2.70%	0	59
United States	4.08%	-3	45
10 years			
Eurozone	3.32%	-26	47
United States	4.93%	-36	76

(1) Basis point.
Source: Bloomberg. data as of 30/10/2026. Performances in local currency.
Past performance is not a reliable indicator of future performance and is not constant over time. Index's performance is calculated on the basis of net dividend reinvested

Consulta questo documento sul nostro sito web

(1) Source : Fed, 30/10/2026

Warning

The comments and analyses in this document are provided purely for information purposes and do not constitute any investment recommendation or advice. Rothschild & Co Asset Management cannot be held responsible for any decisions taken on the basis of the elements contained in this document or inspired by them (total or partial reproduction is prohibited without prior agreement of Rothschild & Co Asset Management). Insofar that external data is used to establish terms of this document, these data are from reliable sources but whose accuracy or completeness is not guaranteed. Rothschild & Co Asset Management has not independently verified the information contained in this document and cannot be held responsible for any errors, omissions or interpretations of the information contained in this document. This analysis is only valid at the time of writing of this report.

Rothschild & Co Asset Management, organized under the laws of France, registered with the Trade and Companies Register of Paris RCS Paris 824 540 173. A management company licensed by the Autorité des Marchés Financiers under N° GP 17000014, having its registered office 29, avenue de Messine, 75008 Paris, France.

No part of this document may be reproduced, in whole or in part, without the prior written permission of Rothschild & Co Asset Management, under pain of legal proceedings.

Informazioni sulla divisione Asset Management di Rothschild & Co

Come divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a un'ampia clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti che beneficiano della nostra esperienza di lungo periodo nella gestione attiva e di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e uffici in 10 paesi europei, gestiamo oltre 50 miliardi di euro e impieghiamo quasi 200 persone(1).
Ulteriori informazioni su : www.am.eu.rothschildandco.com

(1) Fonte: Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgio – Paesi Bassi – Lussemburgo

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Svizzera

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italia

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Germania – Austria

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Spagna

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31