

AF FORFATTER



Investor & bestyrelsesmedlem
fhv. virksomhedsejer & CEO m.v.
E-mail: henrik@kraftscharling.dk

Henrik har +30 års post graduate erfaring fra den finansielle sektor og især fra udenlandske UHNWI ejede virksomheder med kriseledelse, turnaround samt kapitalplacering.

Note: Forfatteren takker en anonym referee og Ken L. Bechmann for kommentarer til artiklen.

De brede aktiemarkeder er i dag historisk optimistisk prissat, jf. eksempelvis Advisor Perspectives (2026). Investorerne forventer dermed, at indtjeningerne vil fortsætte med at stige og, at stadig mindre kan true dén udvikling.

- Optismen hviler på flere forventninger, som tilsammen gør markedet følsomt over for skuffelser. Blandt de brede samfundsgenerelle årsager er der især tro på at:

- Al snarligt transformerer økonomierne ved både at øge økonomisk produktivitet og vækst, samt vil dæmpe inflationspresset.
- Finansiell stabilitet forbliver, så de historisk høje niveauer

This treemap visualization represents the S&P 500 index, where the area of each rectangle corresponds to a company's market capitalization. The largest companies, such as Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), NVIDIA (NVDA), and Alphabet (GOOGL), dominate the top-left portion of the chart. The chart is organized into columns representing different sectors: Technology (leftmost, dark blue), Healthcare (light blue), Financials (yellow), Consumer Goods (orange), Industrials (green), Energy (red), and Materials (purple). The rectangles are color-coded to match their respective sectors. The chart also includes a legend at the bottom right, showing the color key for the sectors.

Kilde: finviz.com

for gældsgearing (margin gæld), jf. Finra (2026), er holdbare. Det kræver især, at centralbankerne fortsat vurderer både inflationsudviklingen og rentens styrende effekt korrekt. Desuden kræver det, at likviditeten forbliver rigelig, herunder at centralbankerne forbliver villige til at stimulere med likviditet ved tegn på uro.

Historisk har finansielle kriser vist, at jo tidligere strukturelle risici identificeres og gøres transparente, jo mere effektivt kan deres systemiske smitteeffekter begrænses, jf. IMF (2021).

Siden finanskrisen har øget indsigt i den samlede kreditrisiko medvirket til, at verden har undgået store systemiske kriser på trods af begivenheder som en europæisk statsgældskrise i 2011/12 og en global pandemi med omfattende lockdowns i 2020/22.

- Transparensen har især været bygget op omkring banksektorerne i USA og Europa, der har været underlagt periodiske og strukturerede stress tests og risikostyring. Det har øget forståelsen af risikoeksponeringer samt af indbyrdes afhængigheder mellem markedsaktørerne. Når transmissionsmekanismerne forstås, er der grundlag for modelleringer og dermed for effektivt kriseberedskab.
- Stress-tests og modelleringer i banksektoren har dermed bi-

draget til, at samlet kreditomfang (udlån) kunne stige, uden at den samlede kreditkvalitet i banksektoren faldt tilsvarende, jf. BIS (2021).

I dag blæser der dog nye politiske og pengepolitiske vinde ...

I de senere år er der dog sket en række skifte, der kan påvirke Vestens indre politiske og finansielle samhørighed. USAs geo-økonomiske fragmentering som følge af "America First"-strategien, jf. Scharling (2026a), kan begrænse eller forsinke dele af kapitalens frie bevægelighed. Paradigmeskiftet kan blive forstærket af ændringer i især Feds handlefrihed og -vilje.

- Siden finanskrisen har centralbankerne grebet meget tidligt

ind med omfattende og langvarige likviditets stimuli, når finansiell stabilitet var i fare. Indgrebene har været så massive og effektfulde, at der er opstået en udbredt forventning i markedet om ("central bank put"), at centralbankerne griber ind, hvis der opstår større markedsfald, jf. BIS (2024).

- Et stigende antal medlemmer af Feds pengepolitiske komité, FOMC, inkl. Feds nye formand, Kevin Warsh, ønsker fremover at nedbringe brugen af likviditetsstimuli, jf. Citadel (2026). Det skyldes især, at inflationshoppene i 2021 svækkede Feds balance så betydeligt, at det satte centralbanken i en vanskelig politisk situation, jf. Rangvid (2023). Fed har stadig væsentlige "deferred assets", der skal nedbringes.

FIGUR 2: Der er relativt høj institutionel parathed over for velkendte scenarier

Mulige grå svaner (høj konsekvens, men lavt vurderet sandsynlighed)	Grad af systemisk forståelse	Institutionel reversibilitet	Koordinations risiko
Likviditetsstramning / rentestød / funding squeeze f.eks. hvis Kevin Warsh gennemfører rentesænkninger og i den proces fejlvurderer inflationsudviklingen eller, hvis Fed fortsætter sin balancereduktion, selvom bid-to-covers falder kritisk lavt.	Bredt analyseret, modelleret og løbende stresstestet, herunder for risikoen for systemiske funding squeezes, der kan føre til finansielle de-koblinger fra tab af tillid mellem (central)banker, jf. OMFIF 2026/3. Markedsreaktioner indgår bl.a. i de årlige CCAR stress tests i Fed og i Euro Liquidity Fragmentation tests.	Potentielt reversibel hvis svaret er koordineret og tidligt, så følger af statsgældskriser eller valutakrige undgås.	Lav, fordi dynamikkerne har været grundigt undersøgt længe. De store centralbankers paratheder er derfor høje. SWAP linjer og låneprogrammer vil især være effektive redskaber, jf. BIS 2024/2.
Klassisk recession / earnings compression f.eks. hvis det aktuelle reallønsfald blandt den lavestlønnede halvdel af befolkningen i USA fortsætter, jf. Scharling 2025.	Bredt analyseret, modelleret og løbende stresstestet. Den seneste recession var f.eks. i 2021 og dette er et typisk scenarie i nuværende stress test. Fed simulerer bl.a. på CRE kollaps, Unemployment Shocks og Rapid Deterioration of Corporate Credit.	Potentielt reversibel hvis svaret er koordineret og tidligt, så der afværges risikoen for tipping points i mange økonomier med høje gælds-rater. IMF følger bl.a. stress tegnene via Global Financial Stability Reports.	Lav, hvis de eksisterende centralbanks mekanismer til koordination forbliver stærke, og kriseberedskaber forbliver institutionelt intakte.
Geopolitisk chok f.eks. I tilfælde af en kinesisk invasion eller blokade af Taiwan, hvor +90% af globale EUV chips i dag fremstilles. En Taiwan konflikt vil sandsynligvis samtidig påvirke global shipping gennem det sydkinesiske hav.	Modelleret men ikke fuldt operationelt testet. Forsyningskæderne for avancerede chips forsøges i dag gradvist diversificeret til fordel for Japan, USA og Tyskland (Dresden). Det vil dog tage mange år at bringe forsyningsafhængighederne under kritisk niveau.	Vil sandsynligvis få vedvarende strukturelle effekter på økonomierne i USA og Europa men i varierende grader. Hverken BIS, IMF eller ECB har gennemført fulde Taiwan-war simulationer, men har modelleret dele heraf.	Medium, især hvis den geopolitiske fragmentering mellem USA og Europa fortsætter.
Pandemi der siden Covid-19 sandsynligvis er det mest testede globale chok. Et nyt scenarie kunne f.eks. være et zoonotisk SARS eller H5N1 udbrud blandt f.eks. kvæg i USA eller blandt fjerkræ i EU. Det vil sandsynligvis øge global politisk fragmentering samt øge geoøkonomisk protektionisme, f.eks. via "Biosecurity Supply Chains".	Omfattende modelleret og reelt testet under Covid-19. Det er dog usikkert, om erfaringerne fra Covid-19 fastholdes institutionelt i tilfælde af en ny pandemi. BIS, IMF, Fed og ECB har alle gennemført forskellige pandemi stress tests herunder af liquidity backstops samt corporate defaults og sovereign stress.	Lav reversibilitet. Kan især få langvarige strukturelle effekter på økonomier med høje gælds-niveauer. Det kan udløse bredere gældskriser.	Lav til medium, især hvis USA og Fed begrænser sin likviditet nationalt, og fastholder målet om et "free banking" system.
Carry Trade kollaps / JPY unwind f.eks. udløst af en Taiwan-krise, der vil påvirke Japans im- og eksport, eller udløst af rentestigning i Bank of Japan som svar på inflationsstigning eller en væsentlig korrektion i mållaktiverne i USA. Et unwind kan påvirke både valutaer og kan udløse tvungne reduktioner (tab) i gearede positioner i især Japan, USA og asiatiske lande.	Overordnet forstået, men størrelsen af de globale gearingspositioner er stadig usikre. De store centralbanker, især Fed, ECB og PBoC, har over de senere år søgt at forebygge effekten af drop i cross border flows ved at indgå Swap linjer. Det gælder også med velhavende og råstofrige lande som UAE.	Afhængigt af varighed og koordinering af pengepolitikkerne, især hvis de globale mekanismer til koordinering af USD svækkes.	Medium, især hvis Fed indfører Trump administrationens planer om et "free banking" system m.v.
Klimachok / Super El Nino chok / fødevarestress f.eks. hvis det fører til længerevarende tørker i de hvedeproducerende dele af kloden (især Canada, Rusland og Ukraine) og oversvømmelser i de ris-producerende regioner. Samlet kan det bl.a. føre til hungersnød, øget geopolitisk fragmentering og væbnede konflikter.	Bredt analyseret og modelleret men i regionale og primært moderate stress-scenarier af BIS, IMF, ECB/ESRB og i mindre grad også Fed.	Afhængigt af varighed og koordinering især hvis flere centrale landbrugs-regioner påvirkes samtidigt.	Medium, især hvis USA fortsætter sin "America First" strategi.

... ligesom mange risici er flyttet snarere end ophørt

Stress-tests og risikostyring er bygget op om velkendte investordynamikker. Det giver mulighed for at begrænse deres effekt gennem især midlertidige lånepakker.

Men væsentlige og voksende dele af de finansielle sårbarheder er i dag snarere flyttet fra den regulerede banksektor til mindre transparente dele af finansieringssystemet. I USA er mellem 1,2 og 1,5 billioner USD af de mest risikable erhvervsudlån f.eks. flyttet fra banksektoren til Non-Bank finansielle institutioner (NBFI), især Private Credit fondel, jf. FSB (2026a). Dermed bliver den finansielle stabilitet i stigende grad afhængig af aktører, hvor myndighederne har langt mindre indsigt i finansieringsstrukturer, gearing, ultimative ejere og indbyrdes afhængigheder. Ved en krise hér kan Fed derfor risikere, at likviditetsstimuli gavner enkelte investorer mere end det brede marked, hvilket vil være på kant med Feds demokratiske mandat.

Systemiske brud opstår ofte, når investorernes positionering og adfærd er synkroniseret, og exit pludselig viser sig vanskeligere end forventet (risiko for illikviditet). Summen af mange utilstrækkeligt forståede sammenhænge kan derfor hurtigere samle sig til bred markedsfrygt. Finansielle systemer er ikke nødvendigvis mest sårbare over for de største chok, men snarere over for de mindst forståede dynamikker. Systemisk robusthed afhænger således af, at der er institutionel forståelse og koordineringsevne. Når det er uklart, hvor tabene ender, er det også uklart, hvor centralbankerne kan sætte ind for at genoprette tilstanden i markedet.

Er markedernes lave risiko-aversion i dag derfor rimelig? Overser markederne væsentlige risici, hvis deres risikoforståelse primært bygger på erfaring?

Risikoforståelsen i dag er generelt dyb og erfaringsbaseret, ...

I dag anses følgende 6 scenarier (grå svaner) f.eks. for relativt velkendte, jf. OMFIF (2026b). Selvom tabene heraf kan blive enorme, gør forhåndsforståelsen af dynamikkerne det muligt at gribe tidligt og relativt effektivt ind, jf. Figur 2, så bred markedsangst kan begrænses:

1. Likviditetsstramning / rentestød / funding squeeze
2. Klassisk recession / earnings compression
3. Geopolitisk chok
4. Pandemi
5. Carry trade collapse / JPY unwind
6. Klimachok / Super El Niño chok / fødevarestress

... men AI investeringsboommet kan ligge uden for paratheden

Det aktuelle AI-investeringsboom, se nedenfor, kan dog blive den første egentlige stresstest af den finansielle arkitektur, der er vokset frem siden finanskrisen. Boommet adskiller sig fra ovenstående scenarier ved, at det kombinerer flere af de risikomomenter, som historisk har gjort finansielle kriser svære at hånd-

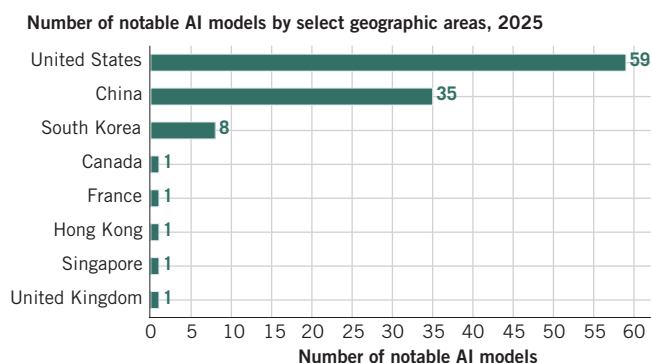
1. *Private Credit er direkte erhvervsudlån ydet uden om banksektoren. Kreditten formidles typisk af specialiserede kreditfonde og andre institutionelle investorer og omfatter bl.a. direct lending og asset-backed finance (ABF).*

tere: høj koncentration af kapital, høje valuations af bestemte aktiver, begrænset transparens om ultimative ejere, ukendte transmissionsmekanismer og store irreversible investeringer.

AI er et redskab, der forskyder økonomiens kapacitetsbegrænsning fra intelligens. Derfor bringer AI udviklingen muligheder for dyb og langvarig transformation af økonomisk produktivitet og effektivitet i alle dele af økonomien, jf. Scharling (2023) og, derfor er der store forventninger til stigninger i produktivitet og innovation i de fleste virksomheder, jf. Scharling (2025a). Det er en væsentlig forklaring på, hvorfor mange non-AI virksomheder er prissat højere end mange AI-selskaber, jf. indledningen. De selskaber, der har den højeste troværdighed (brand) hos forbrugerne og de mest effektive go-to market kanaler, har de bedste forudsætninger for at omsætte markedsmulighederne til resultater.

Investorerne har længe set det enorme potentiale. Derfor har adfærden periodevist mindet om eufori og fear-of-missing-out (FOMO). Det har påvirket alle aktiemarkeder på kloden. Men det er værd at fokusere på USA i det følgende, fordi USA i de sidste 2-3 år har opbygget det bredeste AI-økosystem, tæt fulgt af Kina. AI er desuden et af USAs øverste nationale udviklingsprioriteter. Derfor er følsomheden over for teknologiens afkast og timing særligt stor her, jf. Figur 3.

FIGUR 3: USA er globalt førende på antal AI modeller



Kilde: Stanford HAI 2026 AI Index Report

Boommet driver væksten i den amerikanske økonomi, ...

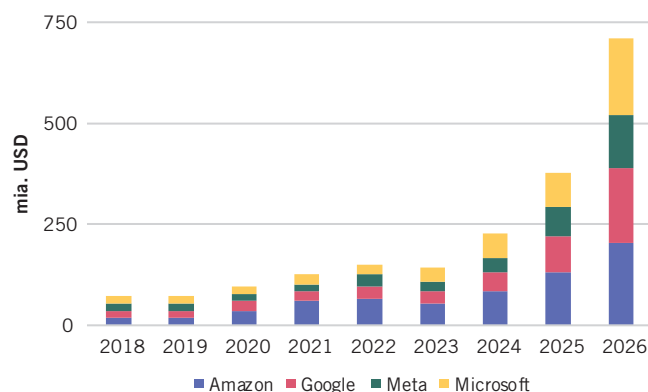
Forventningerne til teknologiens transformation er enorme, og den største del af den amerikanske vækst udgøres nu generelt af AI relaterede investeringer.

- I år udgør IT investeringer mere end en tredjedel af de samlede capex investeringer, jf. Sløk (2026).
- Alene fire af de største amerikanske tech-giganter forventes i år at investere i datacentre for +710 mia. USD, jf. Figur 4. Det tal svarer til 2,2% af USAs samlede BNP.
- Inkl. afledte investeringer vil det samlede tal nå op på 5% af USAs BNP, jf. BIS (2026a).

Væksten forventes desuden at fortsætte. De samlede AI-investeringer vil over de næste 5 år nå helt op på 7,6 billioner USD, jf. Goldman Sachs (2026). Det tal er større end Feds balance (6,7 billioner USD).

Beløbene er dermed så store i forhold til økonomien, at de kan udløse systemiske effekter, hvis timingen eller størrelsen af AI-afkastene forskydes, hvis væsentlige dele af AI-investeringerne viser sig at være ulønsomme eller, hvis der opstår nye og uforståede dynamikker blandt investorerne og deres forgreninger, se senere.

FIGUR 4: Hyperscaler investeringer i AI stiger kraftigt



Note: 2026 tal er baseret på virksomhedernes forecast. Kilde: Bloomberg artikel: US Big Tech Ratchets Up AI Spending Past \$700 Billion This Year.

... og investeringerne drives af relativt få store aktører, ...

Investeringerne i AI værdikæden kan opdeles i tre hoveddele. Et af fællestrækkene er, at de drives af relativt få (især amerikanske) aktører:

- **Foundation modellerne**, hvor konkurrencen i dag står mellem især OpenAI, Google og Anthropic.
 - Både OpenAI og Anthropic overvejer at søge IPO (børsnotering) i år, der vil værdiansætte hver til mere end 1 billion USD. Tilsammen vil market cap for de to svare til +6,5% af USAs BNP eller knap en tredjedel af Feds balance.
- **AI core hardware**, især producenter af GPUere som NVIDIA, Broadcom og Intel samt af hukommelseschips som SK Hynix, Samsung og Micron, se senere.
- **AI datacentre**, der kan opdeles i tre undergrupper:
 - Hyperscalers, der ejer og driver indholdet i datacentre. Alene AWS, Google Cloud, Microsoft Azure og Meta ventes jf. ovenfor at investere for +710 mia. USD i datacentre i 2026.
 - Colocation, der ejer selve bygningerne, strømforsyningen og kølesystemerne, især Equinix, Digital Realty, NTT og atNorth.
 - Producenter af hardware som servere og netværksudstyr inde i bygningerne (især Dell, Supermicro, Cisco, Nokia og Schneider Electric).

... og er fokuseret på irreversible aktiver

AI-udviklerne i USA fokuserer langt overvejende på online-baseret AI dvs. via datacentre. Det er dermed store og irreversible investeringer i fysiske anlæg.

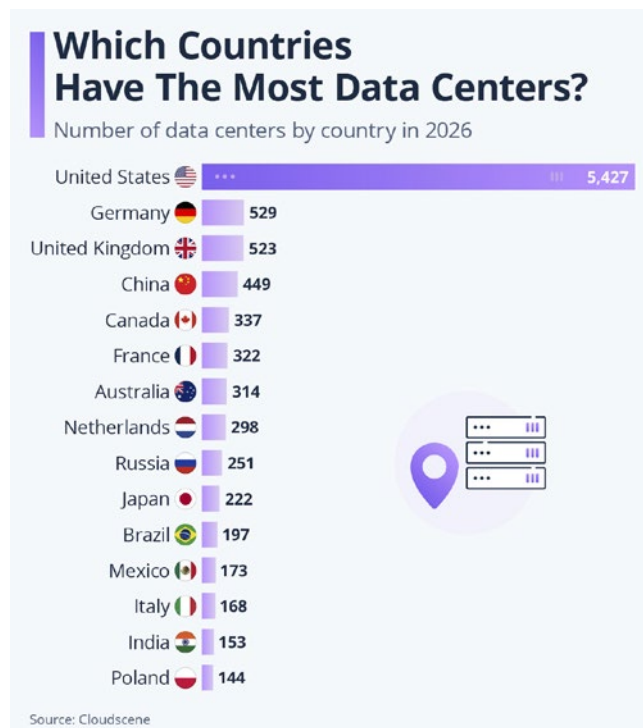
Globalt er lidt flere end halvdelen af alle datacentre i verden allerede placeret i USA, jf. Figur 5, og her er yderligere 3400

datacentre planlagt eller under opførsel. Samlet opføres der i dag i USA datacentre for større beløb, end der bygges kontorer. Hertil kommer afledt infrastruktur til drift, køling, kabling og elektricitet. I dag bruger globale datacentre allerede mere elektricitet end Tyskland, og i 2030 forventes de at bruge lige så meget som Indien, jf. IMF (2025).

Gennemføres planerne, vil datacentrenes andel af det samlede elforbrug i USA blive fordoblet til en ottendedel over de næste 5 år, og deres elforbrug vil blive firedoblet over de næste 10 år. Energieffektive kraftværker tager normalt +5 år at opføre og atomkraftværker 10-20 år. Derfor er der pt. opstået 5-7 års ventetid (forsyningsflaskehalse) hos producenter af gasturbiner, der er blandt de eneste stabile energikilder, der kan opføres inden for 3 år. Det er én (af mange) årsag til, at store producenter som GE er prissat meget højt, jf. starten af artiklen.

Hvis behovet for datacentre således bliver mindre end forventet i dag, kan det resultere i store stranded assets, og risikere større omsætningsfald blandt de nuværende relativt få leverandører, jfr. ovenfor.

FIGUR 5: Langt de fleste datacentre i verden er i USA



Kilde: <https://www.statista.com>

USAs økonomi er derfor følsom over for, at AI investeringsboommet fortsætter

Brede dele af den amerikanske økonomi og vækst afhænger således af, om investorernes forventninger, finansierungsstrukturer og tidshorisonter svarer til teknologiens faktiske modning, herunder om:

- væksten i AI udviklingen fortsætter med at stige
- brugerne meget snart er villige til at betale meget mere for at benytte AI
- den teknologiske retning forbliver stabil, fordi der investeres meget stort, og irreversibelt

I dag er der dog især 6 risikomomenter, der kan ændre markant på forudsætningerne for AI investeringsboommet og dermed på værdiansættelsernes høje forventninger:

- Cirkulær finansiering mellem relativt få primære investorer og AI-aktører
- Historisk store IPOs på vej fra to af de tre store foundation udviklere
- Uklare investor dynamikker i Private Credit pga. gearing og refinancing
- AIs disruptive effekt på nuværende brancher, især SaaS
- Risiko for shortfall af hardware
- Stigende usikkerhed om behovet for datacentre fremover (den teknologiske platform)

Risikomomenterne skitseres hver for sig i det følgende.

Risiko 1: Cirkulær finansiering mellem relativt få primære investorer og AI-udviklere

Ifølge Morgan Stanley vil halvdelen af de samlede investeringer i AI infrastruktur over de næste 5 år komme fra hyperscalers, dvs. udbydere af cloud og datacentre, og den anden halvdel fra en blanding af corporate bonds, tredjeparter (kapitalfonde m.v.) samt Asset Backed Finance (ABF). Under ét er de alle Private Credit og dermed uden for de finansielle tilsyns rækkevidde.

Udviklingen af AI kræver så store investeringer og er samtidig så teknologisk hastig og avanceret, at store dele af både egen- og fremmedkapital-finansieringen i dag er overtaget af hardware- og cloudgiganterne Nvidia, Microsoft og Oracle, jf. Figur 6 og se videre BIS (2026c). Disse har generelt solide overskudsrunder, men alligevel gearer de deres investeringer i datacentre m.v. med gæld af stigende varighed og faldende kvalitet, jf. BIS (2026a). Långiverne er således begyndt at blive usikre.

Fra et strategisk perspektiv giver det mening, at de, der bruger enorme summer på at udvikle AI-chips, foundation modeller eller hosting, også selv investerer. Men fra et finansielt perspektiv øger det selskabernes følsomhed for selvforstærkende korrektioner, hvis forventningerne ændres, f.eks. om AI ud-

viklingen fortsætter i samme høje tempo, om den nuværende teknologiske retning forbliver eller, om cash flow (kvaliteten i indtjeningen) snart stiger markant.

Teknologiens dynamiske, uforudsigelige og lynhurtige natur tilgodeser kun de, der er hurtigst til at identificere og tilpasse sig ændringer i rammerne for teknologien. Finansiering i store fysiske anlæg eller infrastruktur mangler generelt reversibilitet.

Risiko 2: Tegn på begyndende “commoditisation”

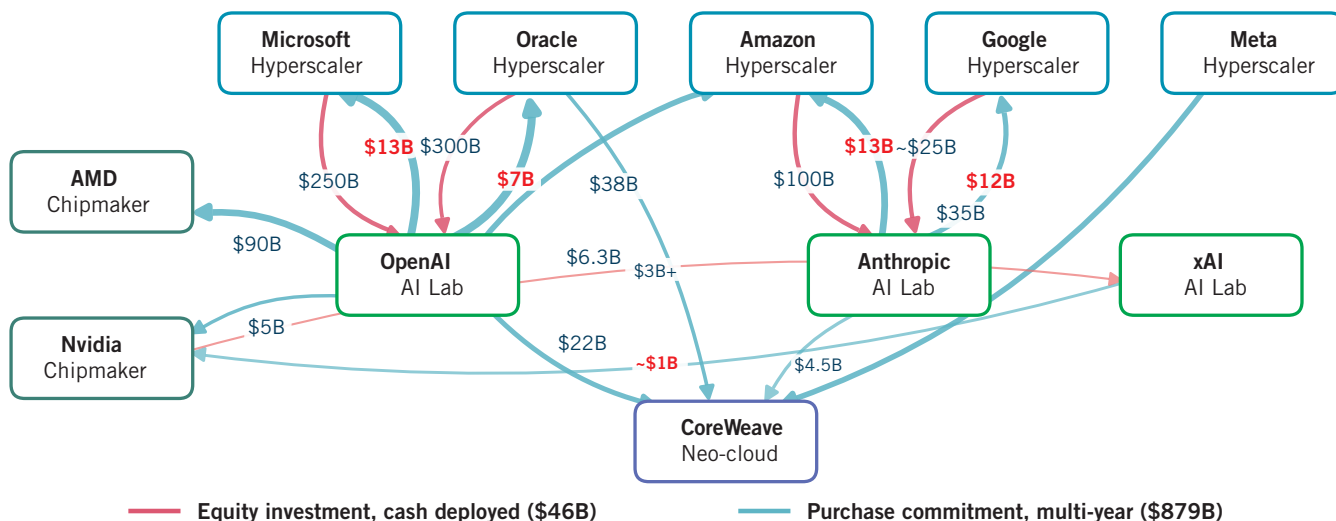
Et andet finansielt risikotegn knytter sig til de forestående IPOs af OpenAI og Anthropic, der begge overvejes gennemført i løbet af 3. kvartal 2026 til market caps på hver omkring 1 billion USD.

Der er stigende bekymring for, at disse værdier kan være væsentligt overvurderede (hyped). Især er OpenAIs cash flow fra driften meget lavt ift. så høj valuation. OpenAI har relativt mange private brugere, der har vist sig tilbageholdende med at betale for at bruge deres produkter.

- OpenAI oplever på flere måder effekten af Jevons’ paradoks om, at det, der er gratis, fører til øget brug, ikke nødvendigvis øget effektivitet.
- Når brugere vænner sig til gratis brug, er de tilbageholdende med at begynde at betale for produktet, selvom det måtte udløse nye fordele.
- Der forbliver også overraskende stor tendens til ad hoc drevet brug (prompt for prompt). Mange brugere holder tilbage med at vælge platform til at opbygge systemer og agenter på (lock-in). Det giver dem lave switching costs, selvom det forsinkes deres produktivitetens gevinster.
- De har således tendens til at se AI produktet som stadig mere commoditized. Det gør dem mere tilbøjelige til at skifte leverandør, hvis prisen er lavere.

Det underminerer dele af AI teknologiens grundlæggende forudsætning om “pricing power”. Dermed rejser det tvivl om det enorme indtjeningspotentiale, som de meget høje prissætninger

FIGUR 6: Der er cirkulær finansiering mellem relativt få aktører



Kilde: BIS (2026c)

af især OpenAI og Anthropic i dag afspejler. Den teknologiske udvikling er stadig hastig og dynamisk på mange dimensioner.

- Kinesiske open source modeller fra DeepSeek, Moonshot AI og Zhipu AI er meget hurtige til at lukke kvalitetsgabene, fordi de har højere algoritmisk effektivitet, jf. Stanford (2026a). Samtidig er disse modeller ofte op til 9 gange billigere.
- Når betalende brugere "har råd" til at stille spørgsmålet: "hvilken model er god nok til lavest pris?", udtrykker det, at AI i højere grad vurderes som et infrastrukturlag end som et produkt i monopolistisk konkurrence, dvs. med "pricing power".

Som følge af nationale sikkerhedskrav i USA vil den udvikling næppe påvirke amerikanske virksomheder. Men det kan påvirke især europæiske og asiatiske virksomheders valg af AI platforme, hvis Kina og bl.a. Canada øger deres udviklinger af offline algoritmer ("on-premise deployment"). Den aktuelle geopolitiske fragmentering har skabt et stort "pull" i markedet for AI, der kan afvikles uden at skulle udveksle data med datacentre i USA.

AI forbliver relevant fremover, men aktører og timing kan skifte, hvis der opstår usikkerhed om, hvem der kan realisere indtjeningspotentialerne fra AI. Usikkerheden kan hurtigt udløse selvforstærkende valuation korrektioner i USA, fordi forventningerne er så store, og teknologien endnu er så dynamisk.

Risiko 3: Private Credit er "opaque" og har små tegn på begyndende distress

Der er således en kombination af høj aktør-koncentration, cirkulær kapitalstruktur og usikkerhed om hvem, der kan indfri indtjeningspotentialerne. Men i de seneste år er der også opstået bredere bekymring om likviditet og gearing i hovedkilden for finansieringen, Private Credit.

Private Credit markedet i USA er samlet på 2,5-3,0 billioner USD. Her yder kapitalforvaltere og fonde lån direkte til virksomheder uden om traditionelle banker, men lånefinansierer sig modsat ofte bagud med banklån. Det gør markedet følsomt over for rentestigninger, fald i økonomisk vækst eller fald i samlet markedslivskraft, der påvirker refinansieringsrisikoen.

Markedet voksede især oven på finanskrisen i 2008, hvor nye reguleringer begrænsede bankernes erhvervsrisiko udlån, og siden 2015 er markedet firedoblet. Det konsolideres samtidig omkring de tre store aktører: Blackstone, Apollo og KKR.

Selvom de fleste aktører var etablerede inden finanskrisen, er sektoren og dens struktur og gearing vokset markant siden da. Sektorens dynamik i en reel global kredittcyklus er derfor ukendt, og derfor er centralbanker og tilsyn bekymrede for forhøjet risiko her:

- I marts 2026 konkluderede BIS, at Private Credit er "opaque", at sektoren er "largely untested", at likviditetsdynamikker er uklare samt at sektoren risikerer "liquidity runs", jf. BIS (2026b).
- I dag er der begyndende tegn på svagheder. Kritikere som CEO for JP Morgan, Jamie Dimon, sammenlignede i april ligefrem dele af software fondenes (se nedenfor) små tegn på distress med optakten til finanskrisen i 2008. Her var komplekse og illikvide kreditprodukter vokset hurtigt uden fuld gennemsigtighed. Sådanne sammenligninger øger normalt kreditcheferes risikofokus markant.

- Endelig er centralbankers og tilsyns bekymring for Private Credit steget markant over det sidste år. I slutningen af april udtalte Deputy Governor for Financial Stability ved Bank of England, Sarah Breeden, at "There's a lot of risk out there and yet asset prices are at all-time highs. We expect there will be an adjustment at some point." Advarslen blev endda indsnævret til: "It's a Private Credit crunch rather than a banking-driven credit crunch that we're worried about".

Private Credit har uklare investordynamikker (transmissionsmekanismer), fordi gearingen er høj og de ultimative ejere er ukendte. Derfor er der forhøjet risiko for, at mindre tabsbølger her kan sprede sig hurtigt, uforudsigeligt og selvforstærkende. Et crunch her kan derfor ramme AI finansieringen direkte, og kan forplante sig uforudsigeligt blandt investorer og långivere.

Risiko 4: Als disruptive effekt på nuværende brancher

Sideløbende med AI boomet har der i de sidste 6-7 år været meget stor investor-interesse for software virksomheder. Kapitalfonde med fokus på Software-as-a-Service (SaaS) er 10-doblet i størrelse siden år 2020 og, ifølge Bloomberg (2026) har software lån i det sidste år udgjort 13-15% af de samlede amerikanske CLO lån. CLO (Collateralized Loan Obligation) er værdipapirer baseret på puljer af virksomhedslån. De adskiller sig i dag væsentligt fra de subprime-baserede værdipapirer før finanskrisen, men illustrerer ligesom securitiseringer generelt, hvordan kreditrisiko hurtigt kan flyttes og blive vanskelig at gennemskue.

Men mange af disse software virksomheder oplever i dag fald i aktivitet, fordi de især er kommet i konkurrence med generativ AI.

- Omfanget og frekvensen stiger så hastigt, at det i marts i år fik CEO for Apollo, Marc Rowan, til at advare om, at AI måske er ved at udløse "a massive valuation shakeout" i SaaS sektoren. Også Blackstone og Guggenheim er bekymrede og har over det sidste år nedbragt deres SaaS eksponering markant.
- Det har skabt bredere og stigende bekymring for de indre værdier af software PE fondene, der igen har udløst voksende indløsningsønsker fra især store retail-investorer. Derfor har mange fonde måttet håndhæve deres withdrawal limits på typisk 5%, jf. Reuters (2026). Det gælder f.eks. Vista Credit, Apollo, Ares, Blue Owl og Cliffwater. Det er usædvanligt, at fonde ser sig nødsaget til at håndhæve indløsningskravene. Derfor er det med til at øge mange investorer bekymring om fondenes underliggende risici.
- Faldende indtjening i SaaS-selskaber kan reducere værdien af de lån og fonde, der finansierer dem. Hvis investorer samtidig ønsker indløsning, kan fondene blive tvunget til at sælge de mest likvide aktiver først. Det forværrer likviditetspresset på den tilbageværende portefølje, for de mest likvide aktiver er ofte de, der også er de mest lønsomme.

Sektorens høje gearing kan hurtigt accelerere den stigende usikkerhed om de underliggende risici, fordi AI teknologiens retning og hastighed forbliver usikker. Et bredere tillidsfald eller

tabsbølger i Private Credit vil påvirke finansieringen af AI, da der er overlap i investorkredsen. Det kan udløse selvforstærkende feedback loops.

Risiko 5: Hardware shortfall

AI er i dag blevet et geoindustrielt kapløb om energi, chips og fysisk infrastruktur. Efterspørgslen efter både compute (regnekraft) og datacentre overstiger udbuddet og giver flere strukturelle flaskehalse. Selv små forsyningsafbrud kan således påvirke omsætning og cash flows i en branche, der generelt mangler redundante forsyningsmuligheder, jf. FSB (2026b).

- NVIDIA, der fremstiller to tredjedele af alle AI GPU chips, har udsolgt kapacitet mere end et år frem. De kan ikke øge deres kapacitet yderligere hos verdens (næsten) eneste produktions lokation for AI chips, TSMC i Taiwan.
- Tilsvarende mangler ASML kapacitet til at øge fremstillingen af de EUV maskiner, der fremstiller avancerede AI chips.
- Desuden er der udsolgt halvandet år frem hos både SK Hynix, Micron og Samsung, der tilsammen leverer 2/3 af den type hukommelseschips, der er nødvendige i datacentre.

Det gør hele AI-forsyningskæden ekstra følsom over for mindre udefrakommende udbudschok. De kan f.eks. udløses af en kinesisk blokade af Taiwan eller, hvis Hormuz strædet forbliver usikkert for sejlads. Det sidste påvirker bl.a. forsyningen af Helium, der er kritisk for flere procestrin i fremstillingen af AI chips. Shortfalls kan derfor forsinke omsætning og cash flows i hele AI-værdikæden, mens deres gældsforpligtelser og investeringstilsagn modsat er låste. Samlede cash flows er derfor i risiko.

Risiko 6: Stigende usikkerhed om den teknologiske platform fremover

Det sjette risikomoment handler om, hvorvidt de grundlæggende teknologiske antagelser bag AI-investeringerne forbliver. Her er der et risikomoment, der finansielt har stor potentiel systemisk effekt og stigende sandsynlighed.

En af de mest centrale principper for AI udviklingen er den såkaldte "skaleringshypotese", der bygger på den hidtidige erfaring om, at jo flere data AI trænes på, jo højere bliver AIs algoritme kvalitet. I dag tyder meget dog på, at den marginale værdi af flere data snarere flader ud. I visse tilfælde har den endda vist sig at falde svagt, fordi kvaliteten af træningsdata faldt. Det er i tråd med adskillige forventninger, jf. Scharling (2025a). Der er derfor risiko for, at sektoren blot kopierer stadig ringere data imellem sig, jo flere og større datacentre der opføres.

- Hvis AI træning til de generelle algoritmer således har passeret et kritisk punkt, kan effekten blive enorm for de nuværende opførsler af nye datacentre, el-kraftværker osv. Mange af disse kan vise sig overflødige; "stranded assets".
- Ligesom AI-pioneren Yann LeCun har CEO og medstifter for Anthropic, Dario Amodei, udtrykt stigende bekymring herom siden februar, jf. Dwarkesh (2026). AI udviklingen er efterhånden nået til et punkt, hvor små forbedringer kræver disproportionalt flere ressourcer. Flere datacentre betyder ikke automatisk bedre AI, måske endda tværtimod. Også Stanfords center for Human AI hælder til samme konklusion, jf. Stanford (2026b).

- De næste skridt i AI udviklingen kræver snarere nye læringsarkitekturer og nye typer af sansebaserede data, som i dag mangler i datacentrene, jf. Scharling (2026b).

En brist i skaleringshypotesen forskyder fremfor alt hvornår, AI gør det muligt at indfri de økonomiske gevinster. Dermed kan der hurtigt opstå en selvforstærkende usikkerhedsspiral om, hvornår det meget store investeringsboom omsættes til cash flows, der kan bære finansieringen.

Samlet er der en kombination af nye investor-dynamikker og store forventninger, ...

Isoleret set kan hver enkelt af de 6 risici ovenfor være håndterbare. Men der er stor sårbarhed, hvis flere af disse materialiserer sig samtidig i et marked, der er præget af høje forventninger, stor gearing og begrænset transparens. En skuffende IPO kan f.eks. udløse bred nedjustering af softwareaktiver. Det kan øge refinansieringsomkostningerne i Private Credit, forsinke investeringer i datacentre, reducere hardwareordrer og dermed svække de cash flows, som finansieringen bygger på. Kreditspænd kan derved stige yderligere i et selvforstærkende feedback loop osv.

Generelt vil manglende indtjening hurtigt blive omsat i kursfald i aktier og lån. Det kan udløse manglende stop-loss mulighed hos pensionskasser og dermed forcerede salg af likvide aktiver, der reducerer refinansieringsmulighederne yderligere og, således risikerer at udløse illikviditet osv.

Den største risiko omkring AI er derfor sandsynligvis, at finansieringen ikke kan vente på, at AI først indfrir forventningerne lidt senere. Der opstår et klassisk duration mismatch mellem finansiering og indtjening, hvis de økonomiske gevinster først materialiserer sig om 5-10 år, mens store dele af finansieringen forudsætter stærke cash flows allerede inden for få år.

Ifølge indledningen til denne artikel er de fleste selskaber på gælds- og aktiemarkederne historisk optimistisk prissat. Optimismen bunder især i en forventning om, at centralbankerne stadig kan og vil stabilisere systemet tidligt. Men erfaringerne siden 2008 kommer fra banksystemet, og AI finansieres især udenfor dette. Derfor er det usikkert, om stabiliseringsmekanismerne virker som forventet. AI kan blive den første store test af den nye finansielle arkitektur.

Derfor er både BIS, IMF, Fed, FSB, ECB og ESRB interesserede i at foretage systemiske stress tests af området. De mangler dog grundlaget for det, fordi den ultimative investorkreds er ukendt og, den teknologiske udvikling er så hurtig og omskiftelig. Mindre ændringer i afkast eller timing kan føre til illikviditet m.v. i dele af markedet.

Den institutionelle parathed kan samtidig vise sig svækket pga. nye dynamikker siden 2020 fra geopolitisk og -økonomisk fragmentering, politiske forsøg på at styre pengepolitikken samt øget usikkerhed om inflationsudvikling og dermed renteforløb.

... der måske balanceres af, at AI er blevet nationale strategiske prioriteter

Den stigende geopolitiske fragmentering mellem USA og Kina (og EU) har dog ført til, at AI er blevet nationale strategiske toprioriteter for mange lande. Dermed er stater blevet finansielle medspillere gennem ejerskaber og subsidieringer. Det forlænger alt andet lige en bubbles levetid, fordi investeringsgrundlaget motiveres af mere end udsigten til finansielt afkast på kortere sigt.

- I USA har både Department of Defense, DARPA (forsvaret), NSA, Department of Energy og National Science Foundation involveret sig stadig mere gennem investeringer og tilskud. Desuden betyder Project Stargate og AI Action plan, jf. Det Hvide Hus (2025), at den amerikanske stat deltager direkte; indirekte opfattes den som en garant for udviklingen.
- Endelig er det et eksplicit mål med USAs "Vault" af kritiske metaller og mineraler, at det kan forsyne fremstilling af AI chips i tilfælde af forsyningssvigt (fra Kina).

Der er samme udviklinger i Kina, Indien og EU. Sidstnævnte søger også at sikre sin strategiske suverænitæt omkring både AI og AI chips.

- Kernen i EUs tilgang er EU AI Act, hvor finansieringen fremover især kommer via Horizon Europe og Digital Europe Programme.
- Desuden skal EuroHPC Joint Undertaking opbygge europæiske supercomputere og reducere afhængigheden af amerikanske cloud udbydere.
- Endelig har enkelt lande, især Tyskland og Frankrig, indført store støtteprogrammer til AI industrien, f.eks. til at opføre TSMCs fabrik i Dresden.

Korrektioner udløses, når der opstår kollektiv bekymring for irreversibilitet

For investorer er der således grund til at fokusere på fallback options snarere end på konkrete forventninger til markedets udvikling. Den teknologiske udviklingsretning for AI er grundlæggende usikker. Kombination af cirkulær finansiering, begyndende distress i Private Credit og irreversible AI investeringer øger risikoen.

AI vil sandsynligvis lykkes med at transformere økonomi og arbejdsmarked på langt sigt, fordi det sprænger en af økonomiens væsentligste grænser for vækst, intelligens.

- Men der kan opstå et duration mismatch, fordi de meget store investeringer i data-infrastruktur finansieres med forventning om hurtige og store cash flows inden for få år.
- Dernæst er det usikkert, hvilke aktører der faktisk får omsat transformationen til indtjeninger. Udskilningsløbet forbliver åbent, fordi det lønsomme led i AI-værdikæden på sigt kan blive forskudt fra modeludvikling til aktører med distribution, data og eksisterende cash flow.

Centralbankernes beredskab kan være nedsat pga. intransparens, mandat osv.

Hvis der opstår en bred korrektion i AI-investeringer, kan det udløse større finansiel uro, jf. OMFIF (2026a). I første omgang påvirker det især Fed, men fordi AI finansieringen ofte forgrebes globalt, kan tab hurtigt slå igennem overfor ikke-amerikanske centralbanker som ECB, BoE, BoJ osv.

Centralbanker kan principielt stabilisere systemiske AI-chok via tre tilgange:

- Begrænset intervention, hvor de kun sikrer de banker, der oplever bankruns eller likviditets mismatch. Det risikerer at øge refinansieringsproblemerne og et bredere likviditetsstress.
- Indirekte intervention, hvor de yder bredere likviditetsstøtte via banker, repo-faciliteter, swap-linjer osv. Det kan

stabilisere bankdelen af systemet, men det stabiliserer som udgangspunkt ikke Non-Bank finansielle institutioner (NB-FI)-siden.

- Direkte intervention, hvor de køber eller støtter aktiver uden for den regulerede banksektor (Asset Backed Finance og Private Credit). Det vil være historisk nyt og rejse spørgsmål om bl.a. mandat, markedsneutralitet og demokratisk legitimitet. Kan Fed m.fl. redde denne del af markedet legitimt?
- En sådan intervention vil ske på et tidspunkt, hvor tilliden til Feds uafhængighed allerede er under pres efter Trumps gentagne forsøg på politisk indflydelse på pengepolitikken.

Siden finanskrisen har øget regulering gjort bankerne mere robuste. Transparensen skabte desuden kreditgrundlag for centralbankerne til at stimulere ved kriser. De vidste, hvor likviditeten skulle sættes ind, når der opstod risiko for finansiell stabilitet. Hvor langt skal en sådan regulering udstrækkes i fremtiden?

En effekt af den øgede regulering var, at en stadig større del af kreditgivning i stedet skete gennem markedsbaserede finansieringsformer, herunder Private Credit. Det reducerede risikoen dér, hvor myndighederne kunne se den, men det nedbragte ikke nødvendigvis det samlede systemiske risiko. Hvis AI bliver den første test af denne nye finansielle arkitektur, bliver det samtidig den første test af, om centralbankernes kriseværktøjer fortsat matcher den måde, kredit skabes på.

"Deep changes in technology and the economy require equally deep changes in the socio-institutional framework". Carlota Perez, "The Social Shaping of Technological Revolutions".

Litteraturliste

- Advisor Perspectives, 2026: *Market Valuation: Is the Market Still Overvalued?* Article, 22. July 2026.
- BIS, 2021: *Stress testing - Executive Summary*. 30. November 2021, Financial Stability Institute, Bank for International Settlements.
- BIS, 2024: *Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead*. Claudio Borio i BIS Annual Economic Report 2024, 30. juni 2024, Bank for International Settlements.
- BIS, 2024/2: *Liquidity stress tests for banks - range of practices and possible developments*. Financial Stability Institute Insight no 59, 11. oktober 2024, Bank for International Settlements.
- BIS, 2025: *Sustaining stability amid uncertainty and fragmentation*. BIS Annual Economic Report, 29. juni 2025, Bank for International Settlements.
- BIS, 2026a: *Financing the AI boom: from cash flows to debt*. BIS Bulletin No 120, 7. januar 2026, Bank for International Settlements.
- BIS, 2026b: *Private credit's software lending meets AI disruption*. BIS Quarterly Review, 16. marts 2026, Bank for International Settlements.
- BIS, 2026c: *The AI investment race*. Working Paper No 1367 af Phurichai Rungcharoenkitkul, 7. juli 2026, Bank for International Settlements.
- Bloomberg, 2026: *Wall Street Displays Software Fear in Loan Deals*. Artikel 27. maj 2026, www.Bloomberg.com
- Citadel Securities, 2026: *A Framework for Chair Warsh*. www.citadelsecurities.com.

- Det Hvide Hus, 2025: *Winning the Race - America's AI Action Plan*. Juli 2025, Det Hvide Hus.
- Dwarkesh, 2026: *Dario Amodi - We are near the end of the exponential*. Dwarkesh Patel podcast, 13. februar 2026, www.dwarkesh.com.
- Finra, 2026: *Margin Statistics*. Financial Industry Regulatory Authority, www.finra.org.
- FSB, 2026a: *Report on Vulnerabilities in Private Credit*. Rapport, 6. maj 2026, Financial Stability Board.
- FSB, 2026b: *Monitoring Adoption of Artificial Intelligence and Related Vulnerabilities in the Financial Sector*. Rapport, 10. oktober 2025, Financial Stability Board.
- Goldman Sachs, 2026: *Investing in the Architecture of AI's Future*. Artikel på am.gs.com, 13. maj 2026, Goldman Sachs Asset Management.
- IMF, 2021: *2021 Comprehensive Surveillance Review – Background Paper on Systemic Risk and Macroprudential Policy Advice in Article IV Consultations*. Baggrundsrapport, 18. maj 2021, IMF.
- IMF, 2025: *AI Needs More Abundant Power Supplies to Keep Driving Economic Growth*. Chart of the Week, 13. maj 2025, IMF.org.
- OMFIF, 2026a: *The blind spots in private credit*. Andrea Correa, 1. juli 2026, OMFIF.org.
- OMFIF, 2026b: *Five grey swans that could move markets in 2026*. Indlæg af Lori Heinel, 7. april 2026, OMFIF.org.
- OMFIF, 2026c: *Bond yield volatility: just 'yips' or the return of vigilantes?* Kommentar af Mark Sobel, 27. maj 2026, OMFIF.org.
- Rangvid, Jesper, 2023: *The Fed is bankrupt, but it's unrealized*. Blog indlæg på www.rangvid.com, 21. maj 2023.
- Reuters, 2026: *Blue Owl keeps withdrawal cap as redemption requests remain elevated*. Artikel, 2. juli 2026, www.Reuters.com.
- Scharling, Henrik, 2023: *Kunstig intelligens (AI)*. *Finans/Invest*, 3/23, s. 7-12.
- Scharling, Henrik, 2025a: *Udfordrer AI den grundlæggende tillid?* *Finans/Invest*, 3/25, s. 29-35.
- Scharling, Henrik, 2025b: *Kommentarer til: Jesper Rangvids Rentefald - Hvordan lave renter forandrer verden og Danmark*. *Finans/Invest*, 6/25, s. 31-35.
- Scharling, Henrik, 2026a: *Mod en ny geøkonomisk verdensorden - 3 - USA som systemaktør*. Blog-række, 24. maj 2026, www.kraftscharling.dk.
- Scharling, Henrik, 2026b: *AGI udvikling - Hvad mangler for at nå AGI?* Blog-række, 19. april 2026, www.kraftscharling.dk.
- Sløk, Torsten, 2024: *The Share of Companies with Negative Earnings*. The Daily Spark 30. september 2024.
- Sløk, Torsten, 2026: *IT Capex Now Accounts for More Than a Third of S&P500 Capex Spending*. The Daily Spark 22. maj 2026.
- Stanford, 2026a: *The 2026 AI Index Report, Technical Performance*. 13. april 2026, HAI Institute, Stanford University.
- Stanford, 2026b: *New Approach to Scaling Laws Could Change How AI Models Are Trained*. 21. maj 2026, HAI Institute, Stanford University. ■

FAKTORINVESTERING OVER EN LIVSCYKLUS ► FORTSAT FRA SIDE 19

kundens perspektiv, herunder risici forbundet med udbetalingsforløbet.” Kravet om at lade kortsigtede forhold spille en rolle også, betyder at vi har valgt et risikoniveau i de tre porteføljer, som ikke udelukkende er bestemt af ovenstående tilgang.

For det tredje vurderer vi, at en ny tilgang bør introduceres gradvist for at ”tage stakeholders med på rejsen”. Spørgsmålet, om hvad et optimalt livscyklusprodukt er, stilles konstant i branchen, og konsensus flytter sig gradvist. Vi deltager i diskussionen og denne artikel skal læses i dette lys.

Referencer

- Ang, Andrew, 2014: *Asset management: A systematic approach to factor investing*. Oxford University Press.
- Cocco, Joao F., Francisco J. Gomes og Pascal J. Maenhout, 2005: *Consumption and portfolio choice over the life cycle*. *The Review of Financial Studies*, 18, s. 491-533.
- Cochrane, John H, 2011: *Presidential address: Discount rates*. *The Journal of Finance*, 66, s.1047-1108.
- Jarner, Søren Fiig og Michael Preisel, 2022: *Analysis of a five-factor capital market model*. *ATP working paper*.
- Khemka, Gaurav, Mogens Steffensen og Geoffrey J. Warren, 2021: *How sub-optimal are age-based life-cycle investment products?* *International Review of Financial Analysis*, 73, Article 101619.
- Kolm, Petter N., Reha Tütüncü og Frank J. Fabozzi, 2014: *60 years of portfolio optimization: Practical challenges and current trends*. *European Journal of Operational Research*, 234, s. 356-371.
- Merton, Robert C, 1969: *Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case*. *The Review of Economics and Statistics*, 51, s. 247-257.
- Munk, Claus, Carsten Sørensen og Tina Nygaard Vinther, 2004: *Dynamic asset allocation under mean-reverting returns, stochastic interest rates, and inflation uncertainty: Are popular recommendations consistent with rational behavior?* *International Review of Economics & Finance*, 13, s. 141-166.
- Vasicek, Oldrich, 1977: *An equilibrium characterization of the term structure*. *Journal of Financial Economics*, 5, s. 177-188. ■