Kommentarer til:
Jesper Rangvids "Rentefald – Hvordan lave renter forandrer verden og Danmark"

AF FORFATTER

Henrik Kraft Scharling
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.

Julen er anledning til en bredere faglig refleksion …

Juletiden er for mange mennesker anledning til et dybere mentalt "reboot". Hér genkalder og afvejer vi bl.a. de indtryk, der endnu ikke er faldet på plads. Det re-kalibrerer vores forståelse af nutiden og påvirker, hvordan vi forbereder os på fremtiden. Succesfulde strategier bygger på indsigt, ikke "blot" hukommelse.

Men i en verden med overflod af data, er fortolkning usikkert. Dels kan vi ikke selv overskue alt, og dels er det risikabelt at læne sig op ad svar fra LLMere, jf. Scharling 2025. Derfor er faglitterære bøger det bedste støtteværktøj.

… og her er renten et centralt udgangspunkt

Renter er finansverdenens barometer. Det er prisen på risiko, især tid. Renteniveauer afspejler således markedernes vurdering af økonomiens grundrytme, forventninger, risiko villighed og tillid til fremtiden. På samme vis udtrykker rentespænd markedernes vurdering af forskelle i risiko og kvalitet på de underliggende aktiver. Renter påvirkes dermed af næsten alle de kræfter, der former økonomien og vores kollektive forventninger.

Jesper Rangvids bog om rentefaldenes betydning siden 1980 er således en indsigt i, hvad der har formet verden og Danmark gennem de seneste godt 40 år, og hvorfor. Dermed er det også et grundlag for at forberede os på fremtiden.

Det er et bredt og mange-facetteret emne, der jævnligt er omdrejningspunkt for debat. For tiden ser vi f.eks. et mindre drama udspille sig i USA, hvor præsident Trump ønsker politisk indflydelse på Federal Reserves (Fed) rentepolitiske beslutninger.

Optakten i 1970erne til rentefaldene …

Bogen handler om effekterne af de næsten uafbrudte rentefald, vi har set siden starten af 1980erne. Indirekte handler bogen således også om, hvad der kan få renterne til at stige igen, og hvad der i så fald er på spil. Derfor er det værd først at genkalde optakten til 1980.

Efter anden verdenskrig havde de fleste lande en kraftig og næsten uafbrudt økonomisk vækst. Gunstig demografi, høj teknologisk udvikling, fravær af storkrige, politisk stabilitet, retsstat samt stigende globalisering og specialisering øgede den brede tillid og dermed kreditgrundlaget for investeringer. Men i 1970 nærmede grænsen for vækst sig. Fuld beskæftigelse, afhængighed af olie og stigende privat gæld havde bl.a. gjort økonomierne sårbare over for mindre variationer.

I USA mente den nytiltrådte chef for Fed Arthur Burns at vejen til at sikre Feds første formål, finansiel stabilitet, var gennem højest prioritet til Feds andet formål, fuld beskæftigelse (Feds dual mandate). I praksis satte han hér lighedstegn til høj økonomisk vækst; godt hjulpet på vej af præsident Nixons offentlige pres, der skulle sikre dennes genvalg. Burns holdt derfor renten kunstigt lavt.

… var inflationsspiral fra økonomisk over-ophedning

Effekten blev en økonomisk over-ophedning, der førte til stigende inflationsforventninger. Da udbudschokket på oliepriserne således ramte i 1973, udløste det i 1974-76 den største recession for amerikansk økonomi siden 1930erne. Derfor faldt inflationen og renterne fra 1974 til 1977, men de faldt kun til et niveau, der var højere end før 1972.

Faldet fik Burns og Fed til at konkludere, at inflationen næsten udelukkende skyldtes chokket fra oliepriserne. Fed lempede derefter pengepolitikken markant og undervurderede dermed den efterspørgsels drevne del af inflationen, forventningsspiralen. Pengepolitikken endte således med at overstimulere økonomien, og derfor vendte inflationen kraftigere tilbage efter 1977.

I 1980 startede et nyt pengepolitisk paradigme med rentefald …

Ved overgangen til 1980 skiftede stemningen brat. USA (og verden) stod nu over for en rente- og forventningsspiral uden naturlig grænse. Arthur Burns' afløser som chef for Fed, Paul Volcker, så inflationen som det absolut største økonomiske onde. Fed skulle fokusere på at stoppe den monetære årsag til forventningsspiralen via økonomisk disciplin; tæring efter næring.

Inspireret af monetarismen (Friedman) chok-hævede Fed derfor renten til over 20% i 1980-81. Rentehoppet førte til positive realrenter på op til 6%, der belønnede opsparing på bekostning af låntagning. Dermed bremsede økonomien markant op i en årrække. Selvom prisen blev en ny og længere recession, brød Feds paradigmeskifte forventningsspiralen. Det satte samlet en klar prioritering for vestlige centralbanker siden da: Prisstabilitet før fuld beskæftigelse og kortsigtet økonomisk vækst. Dét skifte var imod mange regeringschefers ønske. Mange centralbanker måtte af den årsag forsvare deres uafhængigheder over de kommende år.

Den aktuelle uenighed i USA om præsident Trumps indflydelse på Feds pengepolitik har således historiske referencer, der er i klar erindring hos mange centralbankchefer. Siden 1980 har der været et stort sammenfald mellem lave renter og hvor uafhængige centralbankerne har været. Derfor føler mange i dag behov for at fremhæve vigtigheden af deres uafhængighed, se f.eks. Lagarde (2025), Nagel (2025) og Tombini (2025).

Det er vigtigt at huske, at centralbankerne har stor indflydelse på de langsigtede realrenter. Siden 1980 har markedet tillagt disse en stadig større styringsevne. For eksempel er fald i de langsigtede renter primært sket i dagene omkring Feds pengepolitiske møder (FOMC), se f.eks. Hillenbrand (2025). Centralbankernes ord og forward guidances har således en selvopfyldende effekt, fordi de opfattes som kompetente og uafhængige.

... og med øget gæld og stigende aktivpriser

Bogen fremhæver fem områder, der har været påvirket af rentefaldet siden 1980:

- Den samlede gæld i i-landene er mere end fordoblet, fra 135% af BNP i 1980 til 300% i 2020.
- Boligpriserne er steget; i de fleste lande er de reale priser fordoblet eller tredoblet i perioden.
- Aktiepriserne er steget. I USA er det samlede market cap f.eks. steget fra 50% af BNP i 1980 til 250% i 2020. Det aktuelle AI boom fortsætter udviklingen.
- Indkomst- og formueuligheden er steget markant.
- Finansiel risikovillighed er steget markant. I dag er den brede margin gæld, gearingen, f.eks. all-time høj. Det er især udtryk for en stor tillid til fremtiden, men er desuden et udtryk for, at markedet forventer, at aktier vil blive ved med give et højere afkast end gæld.

Områderne hænger sammen. Gearing øger f.eks. afkastene, når aktivpriserne stiger. Det omvendte sker, når de falder.

Hvad sker der således, hvis renten atter stiger eller forbliver forhøjet? Bogen bringer her en central graf, der sammenligner inflationsudviklingen i 1970erne med i dag, jf. Figur 1.

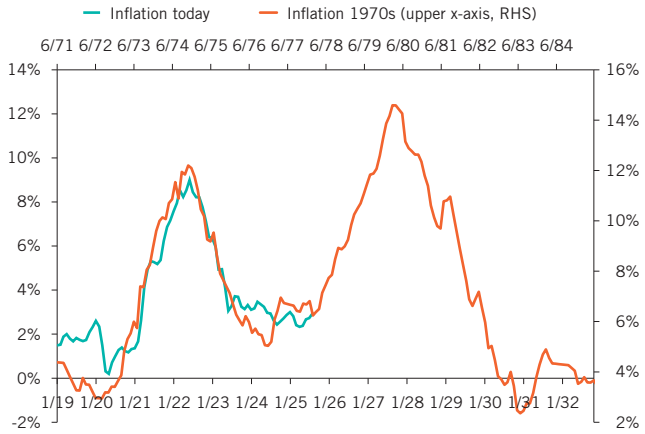
Sammenfaldet i rentekurverne rejser i dag spørgsmål som bl.a.:

- Vil det nære sammenfald fortsætte, og er vi således i risiko for at se en gentagelse af renteforløbet fra 1970erne?
- Er olieafhængigheden i dag blot afløst af afhængighed af AI eller af sjældne jordarter?
- Overstimulerede Fed og den amerikanske stat den amerikanske økonomi i 2020-2022 (Covid)?
- Vil Trumps relancering af McKinleys toldkrige fra 1890erne øge USAs inflation og dermed renterne, se f.eks. BIS 2025/3?
- Undervurderer amerikanske politikere i dag forbrugernes inflationsforventninger?
- Hvad er økonomiens skjulte puls, den naturlige rente, med andre ord?

I dag kan en stigende rente få stor effekt

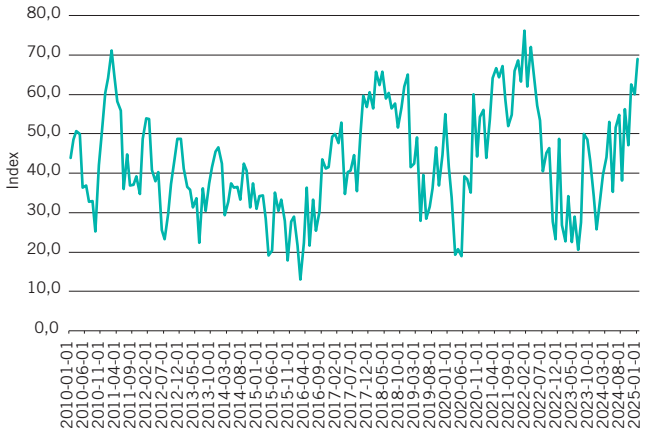
Makromodellerne fra Fed peger i dag på stigende upside risici for inflationen, jf. Figur 2. Det samme gør markedet, som f.eks. rentespændet mellem de 2-årige og de 10-årige. Endelig er de amerikanske forbrugere i dag mest bekymrede for stigende inflation, selvom kriminalitet normalt indtager "førstepladsen", jf.

FIGUR 1: Inflationens forløb i 1970erne minder om i dag



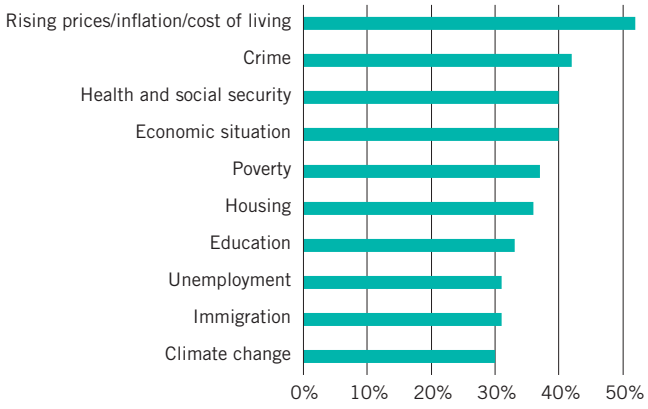
Kilde: Rangvid (2025).

FIGUR 2: Inflationen er i risiko for at blusse op igen



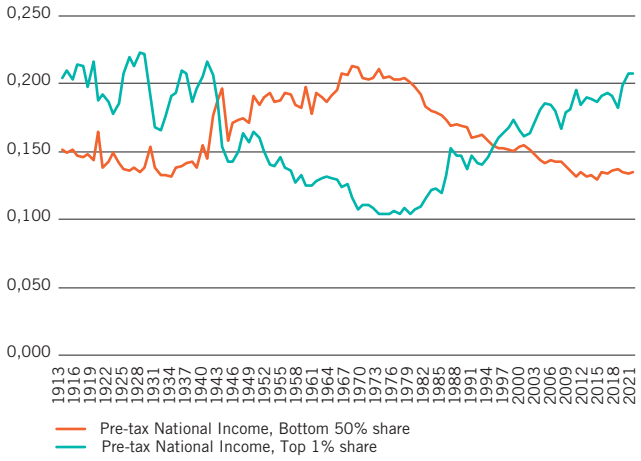
Note: Future Prices Paid; Diffusion Index for Federal Reserve District 3: Philadelphia, Index, Monthly, Not Seasonally Adjusted Index. Kilde: Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

FIGUR 3: I dag er inflationen amerikanernes største bekymring



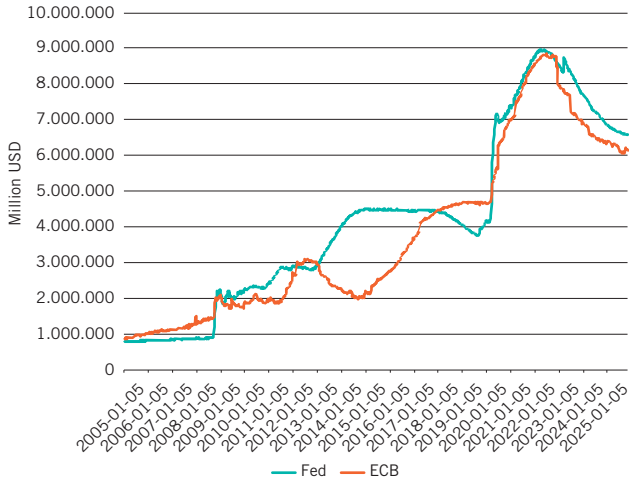
Note: Survey: What Americans worry about. Share of U.S. respondents who rank these issues among the most important for their country out of 18 surveyed. 60,000 U.S. respondents (18-64 y/o) surveyed Oct. 2024-Sep. 2025. Kilde: Statista Consumer Insights.

FIGUR 4: Indkomstuligheden i USA er nu på niveau med 1929



Note: Indkomstspredning i USA jf. World Inequality Database (www.wid,world).

FIGUR 5: Hvornår fører QT til risiko for finansiel stabilitet?



Note: Total balances for Fed and ECB. Kilde: FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figur 3. Den høje forventede inflation er bekymrende, fordi forbrugere normalt opfatter inflationen som højere, end den reelt er, se f.eks. BIS 2025. Stor bekymring risikerer således at føre til en selvopfyldende spiral med en stigende rente til følge.

I dag er modstandsdygtigheden i den amerikanske økonomi på flere måder skrøbeligere end i 1975. For som nævnt ovenfor er de samlede gældsniveauer flere gange større. Desuden har hver fjerde amerikaner en sub-prime kreditkvalitet, jf. Sløk (2025), ligesom den amerikanske indkomstspredning er tæt på niveauet i 1929, jf. Figur 4. Kombinationen heraf øger den systemiske risiko for domino bevægelser, hvis der opstår en recession i USA. Under Covid så vi f.eks., hvor hurtigt amerikanske virksomheder kan tilpasse deres personaleudgifter. Her steg arbejdsløsheden f.eks. fra 3,5% i februar 2020 til (mindst) 14,7% i april.

I Euroområdet steg arbejdsløshederne "kun" fra 7,2% i februar 2020 til 8,6% i august. Men verden i dag er dybt globaliseret og specialiseret. Derfor påvirkes renterne i Europa og resten af verden af, hvordan amerikansk økonomi og finansmarkeder udvikler sig. Værdien af de amerikanske aktiemarkeder udgør f.eks. næsten halvdelen af de globale.

Risikerer centralbankernes krisesvar at forværre aktivboblerne?

Det er en central pointe i bogen, at aktivbobler opstår, når pengepolitikken bliver for lempelig. Det sker f.eks. når renten holdes under den "naturlige rente" igennem længere tid, se også BIS (2025/2). Har de uortodokse pengepolitiske værktøjer siden finanskrisen, som f.eks. negative renter og QE, således kun haft begrænset effekt på økonomien – og snarere ført til aktivbobler?

Det er store beløb, der er blevet stimuleret med. QE programmerne fra Fed tilførte f.eks. 8 billioner USD i ekstra likviditet fra 2009 til maj 2022. Det svarer til 27% af USAs årlige BNP. Dertil kommer ECBs QE programmer på yderligere 7 billioner USD i samme periode.

Hvad sker der således, når centralbankerne atter nedbringer deres balancer? Siden maj 2022 er Feds balance faldet fra 9 billioner USD til 6,5, og ECBs er faldet fra 9 billioner til 6, jf. Figur 5. Samlet svarer det til, at de to centralbanker har nedbragt deres balancer med 5,5 billioner USD, eller 5% af globalt BNP. Ind til nu har det primært neutraliseret bankernes daglige tilbagelån til centralbankerne (Reverse Repo).

- Men hvornår nærmer udbud og efterspørgsel af likviditet sig hinanden?
- Hvor meget kan bid-to-cover tåle at falde og rentespændene udvide sig, før finansiel stabilitet er i fare? Øgede rentespænd risikerer at udløse insolvens bølger med start i junk-markedet. Det vil bl.a. påvirke opstarts- og vækstvirksomheder.
- Er centralbankerne til den tid parate til atter at øge likviditeten lige så massivt og langvarigt som før, hvis det især øger aktivbobler og dermed afskærer fremtidige generationers muligheder for at erhverve aktiver?

Centralbankerne kan have grund til større forsigtighed frem over, …

Rentehoppene fra slutningen af 2020 til midten af 2022 førte til, at mange centralbanker blev teknisk insolvente fra kurstab på deres obligationsbeholdninger, jf. Rangvid (2023). For en udsteder af penge er det på kort sigt næsten udelukkende regnskabsteknik.

Men tillid er en centralbanks kapitalgrundlag, og i USA blev det et politisk afsæt for kritik af Feds styringsevne og kompetence. I alle lande med statsgæld førte de forhøjede renter til stigende statsunderskud. Dermed forsvandt staternes finanspolitiske råderum, og således politikernes muligheder for politik.

Dén situation vil de fleste centralbanker undgå at gense. Kan det derfor ligefrem være i nogle centralbankers interesse, at aktivbobler luftes langsomt ud? Kan det ligefrem være en fordel, at renterne forbliver svagt til moderat forhøjede i længere tid? Vil man i en krisesituation stimulere kvantitativt mindre og i kortere tid? Hvor langsigtet tør en centralbank at handle?

… for det langsigtede kreditgrundlag svinder langsomt

Renten er grundlæggende udtryk for prisen på risiko, se også IMF (2019). Derfor var kreditgrundlaget for rentefaldene siden

1980 bl.a. gunstig demografi, høj teknologisk udvikling, politisk stabilitet, retsstat, fravær af storkrige samt stigende globalisering og specialisering.

Der er dyb tillid til, at det forbliver sådan. Realrenten er f.eks. ikke sprunget, selvom vi i de senere år har set:

- Stigende geopolitiske konflikter som Ukraine-krigen (bl.a. risiko for fødevare- og energipriser) og øgede spændinger omkring f.eks. Taiwan (bl.a. AI risiko) og det sydkinesiske hav (bl.a. global fragt risiko)
- De globale behov for investeringer i klimaomstillinger stiger frem over til 6-7 billioner USD om året (6% af globalt BNP), hvis klimamålene skal inden for rækkevidde
- USA har indledt en protektionistisk og delvist isolationistisk kurs (MAGA) siden starten af i år. Det tvinger de øvrige i-lande til bl.a. at genopbygge strategiske autonomier via bl.a. re-industrialisering, fornyede råstofudvindinger og -forarbejdninger osv. Det er altsammen modsat den globale specialisering, der har drevet øget effektivitet og produktivitet siden 1980
- I-landene øger deres forsvarsudgifter fra mellem 1 og 2% af BNP om året til op mod 5%
- I-landene står over for generelt hastige demografiske forskydninger mod pensioneringer. Det vil dæmpe fremtidigt forbrug samt vil føre til nedsparinger

Kan disse udviklinger fortsætte uden at påvirke realrenten væsentligt? Er denne upåvirket i dag, fordi markederne tror, at f.eks. AI fører til spring i produktivitet og effektivitet, der vil udligne disse, se f.eks. Acemoglu (2025)? Er det alternativt et udtryk for, at tillid kun flytter sig i ryk, dvs. at en ketchup effekt venter på at blive udløst? Kan en mindre recession i USA udløse dette, se f.eks. BIS (2025/4)? Hvor massivt og hurtigt vil centralbankerne gribe ind ved tegn på finansiel uro, se f.eks. Rogoff (2025)?

Der er ingen enkle eller entydige svar. Renter, tillid og forventninger handler om kollektiv tro. Penge har kun værdi, fordi vi alle tror på, at de har værdi. Derfor bevæger markeder sig, fordi aktørerne tror på fremtidig vækst, eller frygter fald. Økonomi er ikke *kun* et spørgsmål om tro, men uden tro og tillid kan økonomien ikke eksistere.

Hvorfor læse Jesper Rangvids bog?

Bogen er udgivet på et tidspunkt, hvor menneskers videnssøgning går hastigt mod AI systemer som f.eks. ChatGPT. Her får vi svar snarere end "blot" informationer. Det er effektivt og bekvemt. Så hvorfor læse en hel bog om så komplekst et emne som renter, frem for at stille ChatGPT et par spørgsmål?

For det første skal vi vænne os til at forholde os stadig mere skeptisk til svar fra LLMere. Deres svar bygger (endnu) på statistiske modeller for vidensbanker, og derfor vægter de ofte det gennemsnitlige højere end det, der er mest redeligt eller fakta baseret.

Men desuden er det vigtigt at huske, at hjernen er en muskel, der skal holdes ved lige. Når man får svar serveret, svinder evnen til selvstændig tankevirksomhed gradvist, jf. Scharling (2025/2). Derfor kan bøger fortsat give en opbyggelighed, der anspor er til kritisk tænkning og erkendelser.

Her excellerer Jesper Rangvids bog. Der er arbejdet grundigt med sproget, med indholdet og med strukturen, ligesom bogen er veldokumenteret og rigt illustreret, herunder med scenarier. Tilsvarende er det politiske perspektiveret, så fokus forbliver nøgternt. Det komplekse er gjort enkelt, uden at blive forsimplet.

Fordi faglig refleksion kræver opbyggelig viden

Bogen handler således om mere end "blot" de økonomiske effekter af pengepolitik. Verden hænger sammen, og derfor vil det f.eks. påvirke danske forbrugeres købekraft, når USA lancerer toldkrige eller, hvis politikere får indflydelse på Feds pengepolitik.

Rangvids bog er dermed relevant læsning for alle samfundsinteresserede og beslutningstagere, inkl. politikere. Herunder viser Rangvid, hvordan de lave renter i Danmark formede både realkreditstrukturen og pensionssektoren samt, hvordan fastkurspolitikken over for euroen fungerede som et disciplinerende anker i dansk økonomisk politik.

Bør vi være bekymrede for nye rentestigninger og inflationsbølger? Ja absolut, men en stor korrektion eller en krise behøver ikke at være op over. Når tillidsgrundlaget for lave renter dog forskydes, stiger risikoen for, at renten stabiliserer sig på et højere leje. På langt sigt kan der ligefrem være fordele ved det. Men som med alle risici gælder, at planlægning kan begrænse de værste effekter.

Mark Twain skrev, at *"History doesn't repeat itself, but it often rhymes"*. Det gælder i økonomien og i vores måde at forstå den på.

Litteratur

- Acemoglu, Daron, 2025: *The Real AI Risk is "Meh" Technology That Takes Jobs and Annoys Us All*. Weekend Essay af Daron Acemoglu, Bloomberg, 10. oktober 2025.
- BIS, 2025: *A global survey of household perceptions and expectations*. Undersøgelse fra Bank for International Settlements Quarterly Review, 15. september 2025.
- BIS, 2025/2: *Monetary policy along the yield curve: why can central banks affect long-term real rates?* BIS Working Paper No. 1246 af Paul Beaudry, Paolo Cavallino og Tim Willems, 4. marts 2025.
- BIS, 2025/3: *A multi-sector assessment of the macroeconomic effects of tariffs*. Bank for International Settlements Quarterly Review, 15. September 2025.
- BIS, 2025/4: *Sustaining stability amid uncertainty and fragmentation*. BIS Annual Economic Report 2025, Kapitel 1.
- Hillenbrand, Sebastian, 2025: The Fed and the Secular Decline in Interest Rates. *Review of Financial Studies*, 38, s. 981-1013.
- IMF 2019: *Globalization, Market Power, and the Natural Interest Rate*. IMF Working Paper 19/95 af Jean-Marc Natal og Nicolas Stoffels, 6. Maj 2019.
- Lagarde, Christine, 2025: *Central Bank Independence in an era of volatility*. Tale af Præsident for ECB, Christine Lagarde, ved Lamfalussy Lectures Conference, 15. januar 2025.
- Nagel, Joachim, 2025: *Staying the course - how central bank independence guides us through uncertainty.* Tale af Præsident for Bundesbank Joachim Nagel ved Foreign Policy Association, New York, 20. oktober 2025.
- Rangvid, Jesper, 2023: *The Fed is bankrupt, but it's unrealised*. Blog indlæg, *blog.rangvid.com*, 21. maj 2023.
- Rangvid, Jesper, 2025: *Are we heading for a new inflation*

surge? Blog indlæg, *blog.rangvid.com*, 12. oktober 2025.
- Rogoff, Ken, 2025: *America's Coming Crash - Will Washington's Debt Addiction Spark the Next Global Crisis?* Artikel i Foreign Affairs, 19. august 2025.
- Scharling, Henrik Kraft, 2025: Udfordrer AI den grundlæggende tillid? *Finans/Invest*, 3/25, s. 29-35.
- Scharling, Henrik Kraft, 2025/2: *Sløver AI vores bevidsthed?* Blog indlæg, *www.kraftscharling.dk*, 8. juni 2025.
- Sløk, Torsten, 2025: *25% of the US Population Are Subprime*. The Daily Spark 3. november 2025, Apollo Global Management with Dr. Torsten Sløk, Cheføkonom.
- Tombini, Alexandre, 2025: Central Bank independence in a changing world. Tale af Brasiliens tidligere Centralbankdirektør Alexandre Tombini ved OECDs webinar *"Guardians of stability: strengthening central bank independence in a changing world"*, 12. November 2025. ■

+45 86 205 208
info@scanrate.dk
www.scanrate.dk
Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE
Part of Vitec Software Group