

# Dagens Næringsliv

www.dn.no



Stanley E. Zin



Lasse H. Pedersen



John Y. Campbell



Kenneth R. French



Edward C. Prescott



Myron S. Scholes



William R. White



Robert A. Mundell



Harold James



Joseph E. Stiglitz



Peter A. Diamond



William F. Sharpe



Georg Akerlof

## Dette lærte vi av finanskrisen

13 av verdens fremste økonomeksperter deler sine erfaringer – tre år etter Lehman Brothers-konkursen.

**URO I MARKEDENE**  
SIDE 14, 15, 16 og 17

Torsdag 15. september 2011

UKE 37 NR. 213 – Årg. 122

Løssalg kr. 25

**265.000 lesere hver dag**



## Dødens labyrint

Lidelsen og dødstallene øker dramatisk i Somalia. Side 40–42

## Sjefer styrer unna Birken

Side 34–35



Nyheter 4  
Livsstil 28  
Utenriks 38  
Før Børs 70  
Etterbørs 82

# Orkla- salg for 30 mrd.

Orkla-sjef Bjørn Wiggen skal selge ut virksomheter for rundt 30 milliarder kroner – og gjøre Orkla til «det ledende nordiske merkevareselskapet». SIDE 4, 5, 6, 7 og 8

Foto: Jeff Gilbert

Utvikling siste handledag  
kl. 18.00 til igår kl. 18.00

▲ Dollar Øre 5,67 3

▲ Euro Øre 7,78 6

▲ Pund Øre 8,94 2

▼ 100 SEK Øre 84,30 -13

▲ Hovedindeksen 357,46 2,27 %

▲ Olje Brent, 1. pos. 112,39 0,5 USD

▼ Pengemarkedsrente 3m 3,05 -3 basispunkter

Børs s. 70-81

## Bli oppdatert i høst!

Ernst & Young tilbyr en rekke kurs over hele landet innenfor regnskap, økonomi og finans, skatt og avgift. Meld deg på gjennom våre nettsider: [www.ey.no/kurs](http://www.ey.no/kurs).

Revisjon | Skatt og avgift | Transaksjoner | Rådgivning



Meld deg på kurs nå ved å scanne QR-koden

**ERNST & YOUNG**  
Quality In Everything We Do

Hva er den viktigste lærdommen av finanskrisen? Dagens Næringsliv har stilt spørsmålet til 13 av verdens fremste økonomiske eksperter. Tre år etter at investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs og utløste en verdensomspennende finanskriser, er dette ekspertenes viktigste innsikt.



**Navn:** Myron S. Scholes  
**Alder:** 70  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Stanford University

**Ekspert på opsjoner og finansmarkeder**  
Ikke prøv å redusere volatiliteten.

Myndighetene og andre bør ikke si at økonomien fundamentalt sett er veldig sunn, vi forstår risiko, pengepolitikken virker, alt virker. Hvis de gjør det tar folk mer risiko, fordi de føler seg mer trygge. Så ikke demp volatiliteten. La det bli nok resesjoner og gode tider som er små, slik at vi ikke glatter ut alt og får en stor smell. Vi trenger nok sjokk, slik at folk er forsiktige. Så ikke forsøk å glatte det ut.



**Navn:** William F. Sharpe  
**Alder:** 77  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Stanford University

**Ekspert på investeringer og finansmarkeder**

Det finansielle systemet som eksisterte i 2007 var svært skjørt og kunne ikke tåle mye stress. Spørsmålet er om det er mindre skjørt nå, og hvis så, hvor mye mindre skjørt er det? Det var mange mennesker som i 2007 trodde at det skjedde fra 2007 til 2009 ikke kunne skje. Jeg vil gjette på at det var majoriteten. Jeg tror det er viktig at folks forståelse at det kan skje igjen. Forhåpentligvis vil det ikke bli så ille hvis det skjer igjen, og forhåpentligvis er det en liten sannsynlighet for at det skjer. Folk må lære at dette er et svært komplekst system, mer komplekst enn vi noen gang før har sett i verden.



**Navn:** Georg Akerlof  
**Alder:** 71  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Berkely University of California

**Ekspert på adferdsøkonomi**

Jeg synes vi skal være mer forsiktede når vi ser fremover, spesielt når det gjelder finansielle markeder. Det er hva jeg synes vi skal gjøre.



**Navn:** John Y. Campbell  
**Alder:** 53  
**Bakgrunn:** Professor ved Harvard University

**Ekspert på finansmarkedene og forvaltning**

Ikke ta likviditet for gitt. Når man vurderer en investering må man se på risikoen, markedsrisikoen men også likviditetsrisikoen. Det er den aller viktigste lærdommen fra finanskrisen.



**Navn:** William R. White  
**Alder:** 68  
**Bakgrunn:** Tidligere sjeføkonom hos BIS og nå spesialrådgiver for OECD

**Ekspert på pengepolitikk og kredittmarkeder**

Meget rask vekst i kreditten er et meget farlig fenomen. Vi burde alle

■ ■ ■ Tre år etter Lehman Brothers-konkursen er verdens fremste eksperter uenige om hvordan man kan unngå en reprise av den finanskrisen man ikke så komme. Imens brer frykten seg i Europa.

# Ekspertenes kriseråd spriker



KOMMENTAR  
TERJE  
ERIKSTAD

«Vi vil følge utviklingen i subprimemarkedet tett. Likevel, fundamentale faktorer inkludert sterk vekst i inntekter og relativt lave boliglansrenter, bør være nok til å støtte etterspørselen etter bolig, og på dette tidspunktet er det usannsynlig at problemene innen subprime vil føre til alvorlige problemer for økonomien generelt eller for det finansielle systemet.»

Sentralbanksjef Ben Bernanke tok fullstendig feil da han 5. juni 2007 spådde at problemene med risikable boliglån (subprime) i USA ikke ville spre seg til resten av økonomien. Det var faktisk det stikk motsatte som skjedde. Mislighold av såkalte subprimelån i det amerikanske boligmarkedet satte i gang en kjede av begivenheter som førte til den største

finanskrisen i verden siden 1930-tallet.

**Overraskende og skremmende**

I dag er det på dagen tre år siden investeringsbanken Lehman Brothers bukket under på grunn av de råtne boliglånene. Konkursen skapte nærmest panikk (se grafikk), og uten inngripen fra myndigheter i en rekke land ville sannsynligvis det finansielle systemet ha kollapset med katastrofale økonomiske konsekvenser.

Selv om man unngikk en depresjon som den på 1930-tallet er finanskrisen på langt nær over. Tvert imot har den tiltatt i styrke igjen, med et mulig sammenbrudd for euroen og risiko for en ny nedgangs-

**Den viktigste lærdommen fra finanskrisen er kanskje den enkle innsikten om at liten tue kan velte stort lass.**

Terje Erikstad

konjunktur i USA. Millioner av mennesker har mistet jobben, tusenvis av milliarder av kroner er tapt som følge av unormalt lav økonomisk aktivitet og en rekke land har sunket ned i

bunnløse gjeldsproblemer som følge av finanskrisen.

Gitt omfanget av finanskrisen er mangelen på innsikt om at den kunne komme og hvor omfattende den kunne bli både overraskende og skremmende. Men hva har man lært i etterkant av krisen? Hvilken lærdom er den viktigste å ta med seg? Dagens Næringsliv har spurt 13 fremtredende eksperter på økonomi om hvilken innsikt de vil trekke frem (se enquête). Det kanskje mest interessante med svarene er at de spriker såpass mye.

**Ingenfasit**

Det er rett og slett ingen enighet blant økonomene om hva man bør gjøre for å unngå en ny finanskriser. Men noen felles temaer er det likevel mulig å trekke frem. Flere ønsker seg langt strengere regulering av finansmarkedene. Andre mener vi må bli mer opptatt av å begrense gjeldsveksten i verdensøkonomien. Noen er mest opptatt av at vi må forstå at det finansielle systemet kan være veldig skjørt og at man derfor må være mer forsiktig i fremtiden.

Andre igjen er veldig bekymret for det som kalles likviditet. Likviditet i finansmarkedene kan bredt defineres som muligheten for å selge eller



■ **SKIVEBOM.** Sentralbanksjef Ben Bernanke tok fullstendig feil da han i juni 2007 spådde at USAs økonomi ikke vil få problemer på grunn av risikable amerikanske boliglån, såkalt subprimelån. Mange avfeide også at lille Hellas kunne utløse en krise for eurolandene.

Foto: Eric Miller/Reuters/Scanpix

kjøpe verdipapirer når man ønsker og uten at man påvirker prisen dramatisk. Når markedene fryser fast mens investorene vil ut av sine posisjoner blir utslagene ekstreme.

En medvirkende årsak til at likviditeten forsvant var at bankene ikke ville låne penger til hverandre av redsel for at banken man lånte ut til ville gå



**Navn:** Harold James  
**Alder:** 55  
**Bakgrunn:** Professor i historie ved Princeton University

**Ekspert på finansielle kriser**

Hvis man virkelig ønsker å respondere (på finanskrisen) og man ønsker langsiktig, opprett-

holdbar, balansert og human økonomisk vekst, er nøkkelen til reform i mikroøkonomien. Det er å få til fleksibilitet og bli kvitt gale incentivstrukturer i næringslivet. Dette er ting som er langt mer komplekse å få til enn de store budsjett- og pengepolitiske tiltakene som folk umiddelbart tenkte på som respons på depresjonen.



**Navn:** Edward C. Prescott  
**Alder:** 71  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner, professor ved Arizona State University og Senior Monetary

Advisor, Federal Reserve Bank of Minneapolis  
**Ekspert på dynamisk makroøkonomi**



**Navn:** Kenneth R. French  
**Alder:** 57  
**Bakgrunn:** Professor ved Tuck School of Business

**Ekspert på prising av verdipapirer og investeringsstrategier**  
Den viktigste lærdommen for meg var hvor skjørt det finansielle sys-

temet var. På 1930-tallet var det klassiske kjøret mot bankene det tydeligste trekket ved den finanskrisen. Moderne bankkjør spilte en like viktig rolle i finanskrisen i 2007 og 2008. Dette inkluderer uro hos långivere som ga lån til banker i markedet for kortsiktige lån, uro hos investorer i pengemarkedsfond og uro hos kunder som brukte bankene som sine primærmeglere. Selv om noen beskriver dette bankkjøret som panikk, så var det faktisk

fullstendig rasjonelle, likevel selvpåfyllende, reaksjoner på tvilen om finansielle institusjoner ville overleve. De verdifulle forsikringsordningene som ble innført for å beskytte bankinnskudd ble innført av tilsynsmyndighetene nettopp for å eliminere klassiske bankkjør, hvor kundene trekker ut innskuddene sine. Det er viktig at tilsynsmyndigheter verden over finner like effektive måter å eliminere moderne bankkjør.



**Navn:** Robert A. Mundell  
**Alder:** 79  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Columbia University

**Ekspert på optimale valutaområder**  
Ustabile valutakurser var en hovedårsak til finanskrisen i USA i

fjerde kvartal 2008. Dollaren gikk opp med 30 prosent i det forferdelige kvartalet når alt falt sammen. Myndighetene har ikke innsett dette. Det er den viktigste lærdommen, ikke la dollar-eurokursen stige. Jeg tror også at dette skadet Europa når euroen gikk opp til 1,64 dollar. Dette er det første. Det andre er, hold øye med raten mellom gjeld og bnp. Den gikk altfor høy i alle land. Det er veldig farlig.



**Navn:** Peter A. Diamond  
**Alder:** 71  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Massachusetts Institute of Technology

**Ekspert på arbeidsmarkeder og andre markeder med friksjoner**  
– Jeg jukser, jeg har to lærdommer. Den første er at vi har behov for et grundig tilsyn av finansinstitusjoner, et tilsyn som er mye strengere enn det vi hadde tidligere. Det andre er at hvis land skal ha rom til å stimulere økonomien via offentlige budsjetter er det viktig at gjelden ikke løper løpsk.



**Navn:** Lasse H. Pedersen  
**Alder:** 39  
**Bakgrunn:** Professor ved NYU Stern School of Business

**Ekspert på likviditet i finansmarkedene**  
Jeg vil si at det er viktigheten av likviditetsrisiko. Folk bør ta hensyn til likviditet når de priser verdipapirer, hvor mye kapital de må holde i sin portefølje og hvordan de vurderer sine posisjoner. Man må ta høyde for at likviditeten kan gå ned, den kan bli mye verre.



**Navn:** Stanley E. Zin  
**Alder:** 53  
**Bakgrunn:** Professor ved NYU Stern School of Business

**Ekspert på modeller for å prise verdipapirer**  
Finansiell stabilitet er et fellesgode. Vi nyter alle godt av det. Hvem er det som gir oss dette fellesgodet? Det må være en aktiv rolle for gode finansielle institusjoner for å sørge for dette fellesgodet. Uten slike institusjoner, og dette fellesgodet, kan svært mye negativt skje og store verdier kan bli ødelagt. Den viktigste lærdommen er at vi må tenke over hvordan vi kan bygge opp igjen de institusjonene som gir oss dette fellesgodet. Offentlige institusjoner og tilsynsorganer som gir oss dette vidunderlige gode, finansiell stabilitet. Dette berører oss alle i ekstremt stor grad. Vi sto på kanten av stupet, vi så ut over kanten og sa at dette er virkelig ille. Nå tar vi dette virkelig alvorlig. Dette er ikke et sekundært problem, det er et helt grunnleggende problem.

konkurs. Dermed gikk renten på lån mellom bankene rett i været (se grafer).

Den samme lammende frykten er nå i ferd med å krype tilbake i bankmarkedet for eurolån (se grafer). I likhet med subprimelåne i USA ble gjeldsproblemene til Hellas først definert som et begrenset problem for Europa. Nå har gjeldskrisen spredd seg til stadig flere euroland.

Den viktigste lærdommen fra finanskrisen er kanskje den enkle innsikten om at liten tue kan velte stort lass.

*Terje Erikstad er leder av finansredaksjonen i Dagens Næringsliv.*  
[terje.erikstad@dn.no](mailto:terje.erikstad@dn.no)

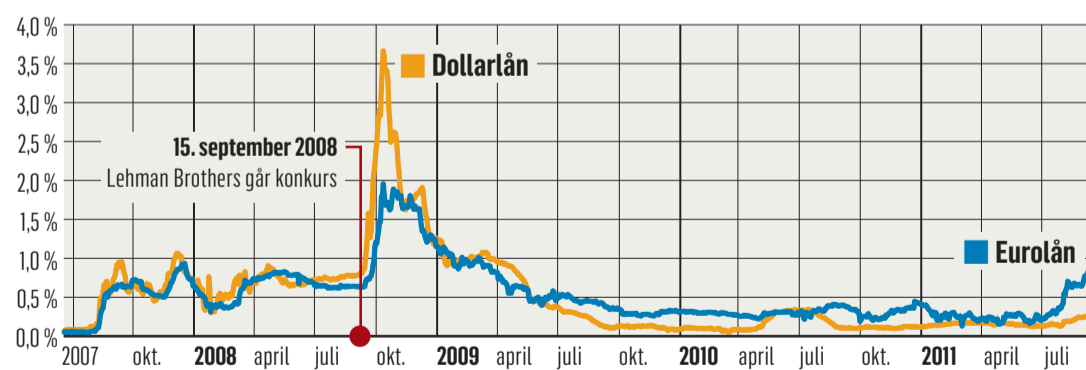
## Finanskrisen i to grafer

15. september 2008 gikk **Lehman Brothers konkurs**. Konkursen utløste en global finanskrisen. Men uroen begynte allerede **sommeren 2007**.

Da krisen var på det mest intense var frykten størst for **kollaps i dollarmarkedet**. I dag er uroen størst i markedet for **eurolån** bankene imellom.

**Renten (over styringsrenten) på usikrede lån mellom banker i USA og Europa fra juni 2007.**

Jo høyere rente desto større er frykten for at bankene skal kollapse.



20©11 Dagens Næringsliv grafikk/Kilde: Bloomberg, DN

Myndigheter er noe dritt. De bør sette opp et system hvor långivere og låntagere bærer risikoen. Man bør ha nøytralitet. Aksjer, aksjer, aksjer. 100 prosent reservekrav. Fjern institusjoner som både låner mye og som låner ut mye, de som pådrar seg mye gjeld, spekulantene som blir for store til å gå konkurs. Det brukes for mye penger. Å bruke penger er å skattlegge. Å skattlegge er å kvele økonomien. Det var akkurat det som skjedde.



**Navn:** Joseph E. Stiglitz,  
**Alder:** 68  
**Bakgrunn:** Nobelprisvinner og professor ved Columbia University

**Ekspert på markeder med asymmetrisk informasjon**  
Det er vanskelig å oppsummere et fenomen som er så komplekst og

det er så mange lærdommer å trekke. Men hvis man skal peke på en eneste er det at uregulerte markeder korrigerer ikke seg selv, de er ikke effektive. Vi er alle klar over ineffektivitet og sløsing hos offentlige myndigheter. Men ingen myndigheter har noengang sløst bort så mye i en slik skala som den finansielle sektoren i USA i denne krisen. Sløsing av penger før denne krisen og feilallokeringen av knapp kapital, og gapet mellom

potensiell og faktisk produksjon i USA er på grunn av krisen nå oppe i tusenvis av milliarder dollar. Når man tenker på sløsing i privat sektor er det helt fenomenalt. Vi innser nå at man trenger en balanse mellom staten og markedet, og hvis jeg skal si det i en setning så er det dette krisen handler om.