



RAPPORT

Analys av åtgärder på elderivatmarknaden

28 april 2023



Innehåll

Sammanfattning	3
1 Inledning.....	4
2 Elderivathandel och central clearing	5
2.1 Den nordiska elmarknaden.....	5
2.2 Börshandel av elderivat	5
2.3 Säkerhetskrav i derivathandeln.....	8
2.4 Bilateral handel.....	9
3 Händelseförloppet	10
4 Vilken information fanns för att bedöma riskerna?.....	13
5 Bedömningen av riskerna och beslutade åtgärder	15
6 Utvärdering.....	17
6.1 Var åtgärden motiverad?	17
6.2 Fanns det andra tänkbara åtgärder?	19
6.3 Kunde och borde myndigheterna ha agerat tidigare?	20
6.4 Vilket ytterligare underlag hade varit önskvärt?	21
6.5 Hur fungerade samverkan mellan myndigheterna?.....	22
7 Lärdomar och slutsatser.....	24
7.1 Om process och beslut.....	24
7.2 Om central clearing	25
7.3 Utestående frågor.....	26

Sammanfattning

I september 2022 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag – efter riksdagens bemyndigande samma dag – att ställa ut garantier för krediter till elproducenter knutna till elderivatmarknaden i Nasdaq Clearing. Syftet med denna analys är att gå igenom bakgrunden till beslutet, utvärdera åtgärderna från statens sida, inklusive den process som ledde fram till beslutet, och ta fram lärdomar från det som hände.¹

Beslutet

Ett statligt kreditgarantiprogram var en försvarbar åtgärd i det osäkra läget. Den kraftiga prisökningen på de nordiska marknaderna för el och elderivat i slutet av augusti 2022 gjorde att riskerna kopplade till central clearing på elderivatmarknaden gick från att vara hanterbara till att bli hotfulla. Det gick att föreställa sig förlopp där priserna skulle öka ytterligare, att elproducenter då skulle få likviditetsbrist och att den centrala motparten skulle behöva förklara medlemmarna på obestånd. Det finns regler, rutiner och resurser för sådana situationer, men det gick inte att bedöma om de var tillräckliga för att klara de påfrestningar som skulle kunna uppstå. En situation där en eller flera medlemmar förklarades på obestånd kunde leda till att problemen skulle sprida sig till det finansiella systemet.

De skyddsintressen som var hotade motiverade ett statligt ingrepp. Att det var fråga om likviditetsbrist gjorde att riskerna med att ställa ut kreditgarantier till dessa företag framstod som små. Analysen har inte identifierat en lämpligare åtgärd för detta ändamål. Det har heller inte framkommit skäl som talar för att åtgärden borde ha satts in tidigare. De utlösande händelserna var ny information.

Lärdomar för myndighetssamverkan och tillsyn

Åtgärder identifierades och beslutades snabbt när läget blev akut. Stöd riktades till elproducenter. Det fanns även hot mot finansiell stabilitet. Finansiella stabilitetsrådet träffades följaktligen och utbytte information, men de beslut som behövde fattas låg utanför stabilitetsrådets ansvarsområde. Det krävdes nya riksdagsbeslut och Riksgäldskontoret fick i uppdrag att ställa ut kreditgarantier som garanti-myndighet, inte som medlem i stabilitetsrådet.

En lärdom är att FI bör ha mer uppmärksamhet på likviditetsrisker kopplade till centrala motparter. Resultaten av de stresstester som gjordes var inledningsvis inte alarmerande, men givet den växande oron kunde FI som en del av tillsynsdialogen ha begärt hårdare tester. Dessutom hade mer informationsutbyte med Energimarknadsinspektionen kunnat ge FI bättre underlag för att följa och förstå utvecklingen på elmarknaden och därmed även elderivatmarknaden.

¹ För analys, bedömningar och slutsatser i rapporten svarar Finansinspektionen (FI) ensam, även om arbetet initierades inom Finansiella stabilitetsrådet.

1 Inledning

Den 5 september 2022 gav regeringen Riksgäldskontoret i uppdrag – efter riksdagens bemyndigande – att ställa ut garantier på sammanlagt högst 250 miljarder kronor för krediter till elproducenter knutna till elderivatmarknaden i Nasdaq Clearing AB. Bakgrunden var att höga priser drastiskt ökat kraven på säkerheter för företag som handlade elderivat. Det fanns en risk för att elproducenter – om priserna skulle stiga ytterligare – inte skulle kunna få fram tillräcklig likviditet för att ställa nödvändiga säkerheter. En sådan händelse skulle kunna få allvarliga följder för elmarknaden, derivathandeln och för centrala aktörer på finansmarknaden.

Garantiprogrammet syftade till att i ett osäkert läge värna finansiell stabilitet. När detta skrivs har ingen elproducent utnyttjat programmet. Det kan konstateras att priserna på elderivatmarknaden gått ned avsevärt i förhållande till de nivåer som gällde i slutet av augusti även om några lägre pristoppar uppstod under perioden därefter (se diagram 3 nedan). Kraven på säkerheter har därmed fallit tillbaka, vilket även minskat likviditetsbehoven (se diagram 4). Det faktum att ett garantiprogram inte utnyttjas kan inte i sig tas till intäkt för att åtgärden inte var motiverad eller att den var verkningslös. I vissa fall kan det faktum att det finns ett garantiprogram vara tillräckligt för att minska osäkerhet och stabilisera läget. På så sätt var programmet en *försäkring* om priserna skulle stiga ytterligare.

Likväl kan lärdomar dras från en incident som denna. Det finns därför anledning att gå igenom och utvärdera de åtgärder som vidtogs från statens sida med anledning av utvecklingen på elderivatmarknaden, särskilt det statliga kreditgarantiprogrammet, inklusive den process som ledde fram till beslutet. Syftet med denna analys, som initierats inom samarbetet i Finansiella stabilitetsrådet, är att göra just detta.

Rapporten har tagits fram av Finansinspektionen, som ensam svarar för analys, bedömningar, slutsatser och beskrivning av de aktiviteter som skett inom ramen för myndighetssamverkan mellan Regeringskansliet (Finansdepartementet), Riksbanken och Riksgäldskontoret.

Rapporten inleds med en beskrivning av central clearing med tonvikt på elderivat. (avsnitt 2). Därefter redovisas händelseförloppet som ledde fram till beslutet om ett kreditgarantiprogram (avsnitt 3). I tur och ordning diskuteras därefter vilken information som fanns att tillgå (avsnitt 4) och vilka bedömningar som gjordes på basis av denna information (avsnitt 5). Avslutningsvis redovisar FI en tentativ utvärdering (avsnitt 6), samt några lärdomar av det som hände (avsnitt 7).

Det bör framhållas att analysen är översiktlig och slutsatserna tentativa, vilket är ofrånkomligt givet frågornas komplexitet och den osäkerhet som finns när det inte går att avgöra vad som hänt om den åtgärd som analyseras inte hade vidtagits.

2 Elderivathandel och central clearing

2.1 Den nordiska elmarknaden

Den nordiska elmarknaden kan delas in i en fysisk elmarknad och en elderivatmarknad. På den fysiska elmarknaden (spotmarknaden) säljs el till dagspris. Handeln på den fysiska elmarknaden äger rum på handelsplatsen Nord Pool i Norge.

På elderivatmarknaden (terminsmarknaden) ingås avtal om priset på el vid ett visst framtida datum. Till exempel säljer elproducenterna el på termin för att låsa in den intäkt de får för sin el i framtiden.² Elkonsumenter (företag och privatpersoner) efterfrågar i stor utsträckning elavtal med bundet pris för att kunna förutse sina elkostnader. Eldistributörerna vill därför binda sina inköpspriser för att säkra sin förtjänst när de säljer el vidare till elkonsumenterna till fast pris. På så sätt möts aktörer med motstående intressen och kan ingå avtal som innebär mindre risk för båda parter.

Aktörer kan handla elderivat med andra syften, till exempel för att tjäna pengar på prisrörelser, men den andel av den handeln som drivs av spekulation bedöms numera vara ytterst begränsad. På elderivatmarknaden finns även banker och andra finansiella aktörer som i huvudsak agerar som mellanhänder, så kallade *allmänna clearingmedlemmar* (*general clearing members*) för att ge icke-finansiella aktörer tillgång till den clearade elderivatmarknaden. Handeln i elderivat kan i sin tur delas in i *börshandel* och *bilateral handel*.

2.2 Börshandel av elderivat

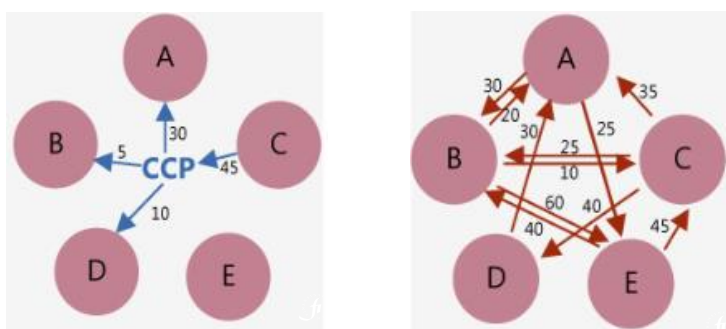
Börshandeln i elderivat äger rum på en handelsplats som drivs av Nasdaq Oslo ASA, som är ett norskt bolag och som står under tillsyn i Norge. Börshandlade elderivatkontrakt är föremål för central clearing hos den centrala motparten Nasdaq Clearing AB, ett svenskt bolag med filial i Norge som står under tillsyn i Sverige.

Central clearing har bland annat som syfte att flytta motpartsriskerna i ett kontrakt, till exempel att betalning inte sker enligt ingånget kontrakt, från de enskilda aktörerna i marknaden till en aktör – *en central motpart* – som tar över de skyldigheter och rättigheter som säljare och köpare har mot varandra (så kallad *novation*). Den centrala motparten blir således både köpare och säljare i varje affär (se den vänstra bilden i figur 1). Det kan kontrasteras mot bilateral handel, där det

² Tekniskt sett är det i allmänhet fråga om *futures-avtal*. De har samma funktion som terminsavtal, men betalningsflödena under avtalets löptid blir annorlunda, vilket bland annat påverkar likviditetsbehovet hos parterna; se vidare avsnitt 2.3 nedan.

finns direkta fordringsförhållanden mellan deltagarna i handeln (se den högra bilden i figur 1).

Dessutom utför den centrala motparten så kallad *netting*. Det innebär att clearingmedlemmarnas (företag som deltar i clearingen) positioner gentemot den centrala motparten kvittas. Följden blir att antalet motpartsexponeringar och deras bruttobelopp minskar (se på nytt figur 1). Det minskar behovet av säkerheter som deltagarna ställer för att trygga den centrala motpartens exponering mot deltagarna (se vidare nedan). Därutöver möjliggör central clearing effektivare riskhantering i andra avseenden och ökad transparens, till exempel vad gäller till vilka priser handeln sker.



Figur 1: Clearade transaktioner som nettas hos central motpart respektive icke-clearade bilaterala transaktioner

Centrala motparter anses vara systemviktiga av flera anledningar:

1. Deras funktion som garant av betalningsflöden i finansiella kontrakt mellan clearingmedlemmarna.
2. Det finns även en hög grad av sammanlänkning mellan en central motpart och dess medlemmar, framför allt bankerna som ofta fungerar som kreditförsörjare och investeringsmotparter.
3. Banker erbjuder ofta kunder som inte är medlemmar hos en central motpart att cleara deras transaktioner via banken.

Sammantaget kan ett fallissemang av en central motpart få spridningseffekter till den finansiella sektorn. Till detta kommer att det finns ett samhällsekonomiskt värde i att producenter och konsumenter av el via elderivatmarknader kan reducera och omfördela risker.

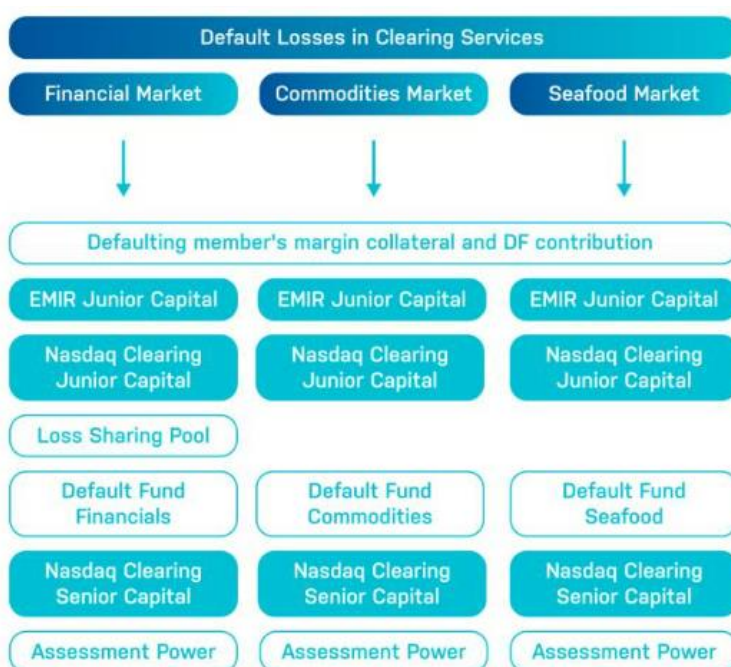
Centrala motparter är enligt lagkrav uppbyggda för att dels klara de kreditrisker som följer av verksamheten, dels för att hantera förluster på ett förutbestämt och betryggande sätt. De ska därför ha en viss mängd *förfinansierade resurser* som kan tas i anspråk för att täcka förluster som kan uppstå om en eller flera deltagare inte kan fullgöra sina åtaganden under stressade marknadsförhållanden. Vid ett sådant

obestånd sker förlusttäckningen genom att de förfinansierade resurserna används i en viss ordningsföljd, en ordning som kallas *vattenfallet* (se figur 2 nedan).

Om en clearingmedlem inte kan fullgöra sina skyldigheter, måste den centrala motparten allra först avveckla samtliga kontrakt som medlemmen har. En central motpart får inte ta på sig nettoexponeringar i derivatkontrakten (med vissa mindre undantag) och är därför skyldig att sälja den fallerande medlemmens kontrakt.

Om det uppstår en förlust i form av skillnad mellan de ingångna kontraktens värde och det pris som uppnås vid försäljningen, används resurser från vattenfallet för att täcka dessa. Bilden nedan visar hur Nasdaq Clearings vattenfall är strukturerat.

I första hand används de säkerheter som medlemmen ställt för sina kontrakt och medlemmens bidrag till obeståndsfonden. (Hur säkerhetskrav beräknas behandlas närmare nedan.) Därefter kommer efterställt kapital som den centrala motparten satt in. Om inte heller det räcker för att täcka förlusten, tas den gemensamma obeståndsfonden i anspråk. Därefter används det seniora (icke-efterställda) kapital som den centrala motparten också har tillfört i förväg. Den sista nivån i vattenfallet bygger på att den centrala motparten har rätt att kräva att medlemmarna bidrar med ytterligare kapital motsvarande lika mycket som de satt in i obeståndsfonden (en ordning som benämns *assessment power* i figur 2).³



Figur 2: Illustration av det så kallade vattenfallet

³ Nasdaq Clearing är en central motpart för flera typer av derivatkontrakt, men har en separat obeståndsfond för vart och ett av sina verksamhetsområden. Obeståndsfonden för råvaror, dit elderivat räknas, kan således inte förstärkas genom att resurser förs över från någon av de andra fonderna.

Om inte heller detta tillskott av kapital förslår i ett extremt fall (och kapital inte tillförs på annat sätt), kan den centrala motparten själv hamna i obestånd. Det kan i så fall finnas förutsättningar att sätta den i resolution, enligt ett lagfäst förfarande.⁴ Syftet med resolution är att säkerställa att verksamheten i den centrala motparten kan upprätthållas. Resolutionsmyndighet är Riksgäldskontoret.

2.3 Säkerhetskrav i derivathandeln

Den första – och främsta – försvarslinjen för en central motpart är de säkerheter (även kallade *marginalsäkerheter*) som varje clearingmedlem måste ställa för sina åtaganden enligt ingångna derivatkontrakt. Syftet med marginalsäkerheter är att skydda den centrala motparten och övriga clearingmedlemmar mot förluster om en medlem inte kan fullgöra sina åtaganden, även under perioder av marknadsstress. Varje medlems skyldigheter med avseende på dessa säkerheter omvärderas dagligen för att reflektera rådande marknadsförhållanden.

Det finns två typer av säkerheter. *Initialsäkerheter* (initial margin) betalas till den centrala motparten och avser att täcka kostnaden för att avveckla ett kontrakt om den centrala motparten behöver ta över kontraktet från en medlem som fallerat. Den centrala motparten har modeller för att uppskatta dessa säkerhetskrav. Ju högre pris, större volatilitet och ju mindre likvid marknaden är, desto högre är den förväntade kostnaden för att stänga ett kontrakt och desto högre blir därmed kravet på initialsäkerhet. Om marknadsläget ändras, kan kravet således justeras under ett kontrakts löptid. Initialsäkerheter ställs antingen i form av kontanta medel eller andra typer av säkra och högljikvida tillgångar såsom statsobligationer med lämpliga värderingsavdrag (så kallade *haircuts*). När ett kontrakt löper ut, återförs initialsäkerheterna till medlemmen.

Den andra typen av säkerheter kallas *variationssäkerheter* (variation margin). De speglar hur marknadsvärdet för ett ingånget kontrakt förändras. Värdet på kontraktet fastställs dagligen utifrån prisutvecklingen. I fråga om så kallade *futures* (som helt dominerar elderivathandeln) betalar den part för vilken marknadsvärdet på ett kontrakt gått ner in ett motsvarande belopp till den centrala motparten i form av kontanta medel. Den centrala motparten betalar samtidigt ut samma belopp till den part vars kontrakt stigit i värde. På så sätt gör variationssäkerheter med dagliga betalningar att det aldrig uppstår stora fordringar eller skulder i förhållande till någon medlem. När ett kontrakt löper ut behövs bara en betalning motsvarande den sista dagens marknadsvärdesförändring.

⁴ Se förordning (EU) 2021/23 om en ram för återhämtning och resolution av centrala motparter (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0023&from=SV>), samt lagen (2022:739) med kompletterande bestämmelser till EU:s förordning om återhämtning och resolution av centrala motparter (https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/lag-2022739-med-kompletterande-bestammelser_sfs-2022-739).

Om en marknadsaktör, exempelvis en elproducent, inte är clearingmedlem utan i stället clearar via en finansiell mellanhand, en så kallad allmän clearingmedlem, är det den senare som har relationen till och ansvarar för kontraktet gentemot den centrala motparten, inklusive att ställa den säkerhet som krävs. Således är det den clearingmedlemmen som bär exponeringen mot elproducenten och som drabbas av eventuella förluster om producenten inte kan fullgöra sina åtaganden.

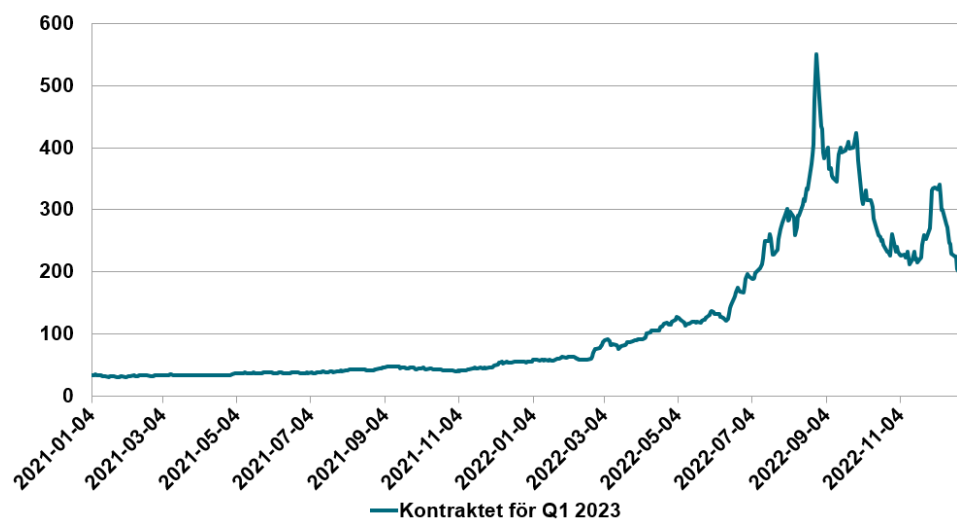
2.4 Bilateral handel

Bilateral handel sker direkt mellan aktörer, vid sidan av börsen, till priser och villkor som görs upp mellan aktörerna (se figur 1). Även i dessa avtal finns vanligen vad som motsvarar variationssäkerheter. Parterna överför således sinsemellan medel motsvarande förändringar i avtalets marknadsvärde, enligt en avtalad frekvens, men inte alltid dagligen som vid clearad handel med futures. Det kan ske genom transaktioner direkt mellan parterna, även om det också förekommer att bilateralt ingångna avtal clearas genom en central motpart.

3 Händelseförloppet

Priserna på den nordiska elmarknaden började stiga under slutet av 2021. De fortsatte sedan att stiga kraftigt under första delen av 2022. Samtidigt var prisvolatiliteten hög. Utvecklingen drevs av några specifika faktorer, bland annat ofördelaktiga väderförhållanden och uteblivna gasleveranser till följd av Rysslands invasion av Ukraina. I bakgrunden fanns en ökad efterfrågan på el till följd av den ekonomiska återhämtningen efter pandemin. I och med det svenska elnätets sammanlänkning med andra länder påverkas elpriserna också av de priser som sätts i andra delar av Europa.

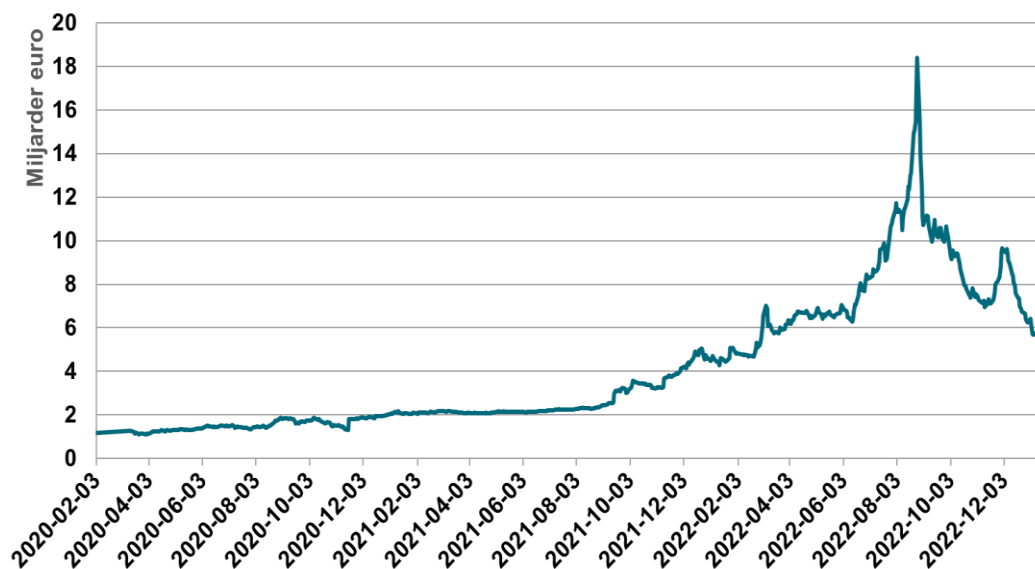
Prisuppgången på el påverkade även priserna på elderivatmarknaden. Eldervathandeln fungerade gradvis sämre med minskad likviditet, delvis som en avspeglning av att aktörer övergick till att använda bilaterala säkringsavtal. Ökningen av priserna på elderivat – och därmed säkerhetskraven – accelererade under andra halvan av augusti. Från den 19 till den 26 augusti ökade priserna för till exempel kontrakt för det första kvartalet 2023 från 335 euro/MWh till 550 euro/MWh, en ökning på 64 procent; se figur 3 nedan. Även priset på kontrakt med längre löptider steg kraftigt.



Figur 3: Priset på elderivat, kvartalskontrakt för kvartal 1 2023 (EUR/MWh).

Prisuppgången drevs av en tilltagande oro över energiförsörjningen under vintern. Det förstärktes av beskedet att de tillfälligt avbrutna gasleveranserna från Ryssland via gasledningen Nord Stream 1 inte skulle återupptas. Det kan dock inte uteslutas att priserna under de mest extrema dagarna även påverkades av andra faktorer. Det är till exempel tänkbart att allt högre säkerhetskrav gjorde att vissa aktörer var beredda att betala en premie för att kunna säga upp sina kontrakt, vilket drev upp priserna ytterligare. Motsvarande utveckling kunde ses för de flesta elderivatkontrakten i Europa.

Som framgår av föregående avsnitt innebär kraftiga prisrörelser på el att aktörer som clearar elderivatkontrakt hos den centrala motparten möter ökade säkerhetskrav, vilket gör att de behöver få fram mer likvida medel. Den centrala motpartens krav på initialsäkerheter tiofaldigades från början av 2021 till i slutet av augusti 2022 (se figur 4).⁵



Figur 4: Ställda initialsäkerheter på råvarumarknaden hos Nasdaq Clearing (miljarder euro).

Även kraven på variationssäkerheter är rörliga, eftersom de drivs av kontraktens marknadsvärden. De kan under en ihållande prisrörelse öka lika mycket eller mer än initialsäkerheterna. Som framgår ovan hanteras dessa säkerhetskrav genom dagliga betalningar mellan parterna som förmedlas av den centrala motparten. De registreras således inte som säkerheter hos den centrala motparten och ingår inte i de belopp som redovisas i figur 4, som endast omfattar initialsäkerheter. Under perioden med snabbt stigande elpriser gick betalningarna från elproducenter som sålt el för framtida leverans. Det bidrog på så sätt till att elproducenternas behov av likvida medel ökade.

Det rådde osäkerhet om vad som kunde hända närmast. Den centrala motparten utförde stresstester baserade på data per den 26 augusti som visade att en fördubbling av priser på nordiska elderivat (vilket fortfarande var lägre än priserna i till exempel Tyskland vid den tidpunkten) skulle kunna fördubbla de totala säkerhetskraven från den redan exceptionellt höga nivån. Det indikerade att det skulle kunna uppstå ännu större behov av likviditet, främst för elproducenter. Det

⁵ Data i diagrammet avser *totalt* ställda initialsäkerheter i råvaruhandeln, men elproducenter svarade för huvuddelen av uppgången.

fanns därmed risk för att elproducenterna inte skulle kunna få fram likvida medel i tillräcklig omfattning.

Stigande säkerhetskrav hade även andra effekter. Den centrala motparten tillämpar limiter för hur stora säkerheter en clearingmedlem får ställa i förhållande till dels likvida medel, dels eget kapital. Dessa exponeringslimiter gäller både för direktmedlemmar och för allmänna clearingmedlemmar. Limiterna är inte hårda utan innehåller anpassningsperioder, men syftet är att motverka att medlemmar tar på sig risker som vid en ogynnsam marknadsutveckling gör det svårt för dem att klara tillkommande säkerhetskrav respektive möjliga kreditförluster. I det aktuella läget fanns det risk för att clearingmedlemmar skulle nå taket för sina exponeringslimiter och behöva stänga utestående kontrakt. Resultatet skulle kunna bli en påtvingad neddragning av prissäkringingen för aktörerna i fråga och eventuellt även ytterligare prisökningar som följd.

4 Vilken information fanns för att bedöma riskerna?

Spänningarna på elderivatmarknaden hade vuxit gradvis. Inför jul- och nyårs-helgerna 2021 hade FI och Riksbanken ett möte med Nasdaq Clearing då företaget redogjorde för vilka åtgärder det hade vidtagit som en följd av det volatila läget på elmarknaden och de ökade elpriserna. Nasdaq Clearing informerade också om att medlemmar signalerat oro för att en utveckling med fortsatt stigande säkerhetskrav riskerade att tänja på deras förmåga att få fram likviditet för att möta dessa.

FI hade ett uppföljningsmöte med Nasdaq Clearing i januari 2022. Där framkom det att en del av elderivathandeln flyttat från centralt clearade kontrakt till bilateral handel. Motivet antogs vara de höga säkerhetskraven i den centralt clearade handeln. FI bedömde att det var viktigt att följa utvecklingen på elmarknaden, bland annat i nära dialog med Nasdaq Clearing. Så skedde också under våren 2022.⁶

Som ett led i uppföljningen inledde FI ett arbete för att bland annat belysa de faktorer som hade bidragit till den kraftiga prisvolatiliteten på elmarknaderna, den påverkan som den höga volatiliteten hade haft på den centrala motparten, dess medlemmar och slutkunder. Syftet med arbetet var också att belysa de risker som en minskad central clearing för med sig, identifiera riskreducerande åtgärder som kunde vidtas inom ramen för FI:s uppdrag och att överväga möjliga åtgärder för att öka transparensen kring aktuella risker.

Under våren 2022 hämtade FI in ytterligare information från ett antal marknadsaktörer om situationen på den nordiska elmarknaden, marknadslikviditet, ökande säkerhetskrav, uppgifter om flytt från clearing till bilateral handel och risker förknippade med detta. Vi hade även samtal med Energimarknadsinspektionen och tillsynsmyndigheterna i Norge, Tyskland och Spanien.

Den allmänna uppfattningen hos marknadsaktörerna var att den clearade elderivatmarknadens funktionsförmåga kraftigt hade försämrats och att aktörer i ökande grad valt att säkra sina priser genom bilateralt handlade och icke clearade kontrakt. Det framkom också att vissa aktörer hade minskat sin prissäkring eller helt slutat prissäkra sig. Det bidrog i sig till att höja priserna och prisvolatiliteten.

En branschorganisation för clearingföretag på EU-nivå förordade till följd av den ökade volatiliteten och de stigande priserna att icke-säkerställda bankgarantier skulle tillåtas som säkerheter för att minska likviditetspressen på deltagarna i clearing. Den efterfrågade även statligt stöd och hänvisade till åtgärder som

⁶ FI kommenterade detta i sin stabilitetsrapport våren 2022; se s. 24 i rapporten. <https://www.fi.se/contentassets/41777fc48dca42a1beab132d38b160e1/stabiliteten-finansiella-systemet-22-1.pdf>.

tyska staten hade vidtagit. Där hade den statliga investerings- och utvecklingsbanken KfW⁷ i juni 2022 fått i uppdrag att under vissa villkor bevilja statligt garanterade krediter till företag med huvudkontor eller filial i Tyskland. Syftet var att hantera högre säkerhetskrav hos centrala motparter till följd av ökade priser och prisvolatilitet på energimarknaderna.

Som framgår ovan ökade priserna från den 19 augusti till den 26 augusti kraftigt på elderivatmarknaden från redan mycket höga nivåer. Den 24 augusti ordnade Nasdaq Clearing ett möte där FI och ett antal clearingmedlemmar deltog. Bolagen uttryckte stor oro över hur marknaden fungerade. Vid mötet framfördes även att andelen bilaterala derivatkontrakt hade fortsatt att öka. Det fanns risk för en negativ spiral. Minskad andel central clearing – och i synnerhet färre clearingmedlemmar – skulle göra att kostnaden för att avveckla en medlems kontrakt vid obestånd blir högre än vad den centrala motparten hade tagit höjd för i beräkningarna av initialsäkerheten för ingångna kontrakt. Det skulle leda till ökade krav på initialsäkerhet och förstärka motiven att lämna central motpartsclearing. I ett sådant förlopp skulle den clearade marknaden gradvis fungera allt sämre.⁸

Riksbanken hade ett möte med den centrala motparten den 31 augusti. Riksbanken har förmedlat att företaget där gav en uppdatering om läget på råvarumarknaden. Företaget framförde att det ännu inte fanns några problem för deltagare att möta löpande krav på marginalsäkerheter, men att relativt många av dem hade brutit sina exponeringslimiter och att företaget därför hade dialoger med dem för att lösa det.

FI och Riksbanken hade tillgång till data om deltagares säkerhetskrav och även data som gav en uppskattning över den centrala motpartens likvida medel i olika valutor.

⁷ Kreditanstalt für Wiederaufbau ("Credit Institute for Reconstruction")

⁸ Det förekom även rapporter i medierna om saken, exempelvis i Dagens industri den 29 augusti; se <https://www.di.se/live/fortum-varnar-for-allt-for-hoga-sakerhetskrav/>.

5 Bedömningen av riskerna och beslutade åtgärder

Som framgår ovan fanns det i månadsskiftet augusti–september allvarliga oros signaler. Vid en fortsatt prisuppgång skulle problemen kunna bli akuta. Den 1 september hölls ett möte där Regeringskansliet, FI, Riksbanken och Riksgäldskontoret deltog. Vi informerade om vår bild av situationen och våra riskbedömningar. Slutsatsen av den efterföljande diskussionen var att riskbilden innebar att snabba åtgärder måste övervägas, särskilt mot bakgrund av att Ryssland den 2 september stoppade sina gasleveranser till Europa genom Nord Stream 1 på obestämd tid. Dagen därpå inledde därför Finansdepartementet ett intensivt arbete med att analysera lämpliga åtgärder för att hantera de risker som situationen kunde innebära. FI bistod i det arbetet.

Arbetet ledde fram till ett beslut att införa ett kreditgarantiprogram. Riksdagen fattade beslut om programmet måndagen den 5 september. Det innebar att regeringen fick bemyndigade att ställa ut kreditgarantier på sammanlagt högst 250 miljarder kronor för lån till aktörer på elderivatmarknaden som är clearingmedlemmar eller kunder till clearingmedlemmar i Nasdaq Clearing AB, och som hade fått likviditetsbrist till följd av marginalsäkerhetskrav, men som bedömdes vara livskraftiga. Bemyndigandet avser i första hand kreditgarantier till elproducenter, men regeringen kan vid behov låta andra aktörer på elderivatmarknaden omfattas. Samma dag beslutade regeringen att ge Riksgäldskontoret i uppdrag att administrera garantiprogrammet och att ställa ut kreditgarantier till elproducenter under vissa närmare angivna förutsättningar.

I det betänkande från finansutskottet som låg till grund för riksdagens beslut angavs bland annat följande (Finansutskottets betänkande 2021/22:FiU51 s. 7 f.)

”Sedan 2018 har fler och fler aktörer lämnat den nordiska marknaden, vilket har försämrat marknadens funktionssätt. Aktörer som inte är finansiella företag, som exempelvis elproducenter, har överlag sämre förutsättningar att snabbt få tillgång till likvida medel för att uppfylla den centrala motpartens krav på säkerheter. Samtidigt har behovet av medel mångdubblats till följd av de mycket stora prisförändringarna på el och de ökande säkerhetskraven. Det finns således ett behov av att vida åtgärder för att komma till rätta med dessa problem. [...]

Elbranschen och de finansiella aktörerna har under 2022 varnat för att ytterligare prisökningar kan innebära att medlemmar i centrala motparter runt om i Europa kommer att hamna på obestånd för att de inte kan uppfylla sina förpliktelser i centrala motparter. Det ingår i en central motparts ordinarie verksamhet att hantera ett fallissemang av en medlem. Dagens marknadssituation innebär dock att en auktion hos den centrala motparten har mycket dåliga förutsättningar att

lyckas, vilket kan orsaka stora förluster för clearingmedlemmar och den centrala motparten.

Det finansiella systemet är sammankopplat genom att banker är medlemmar hos Nasdaq Clearing AB och har exponeringar gentemot energibolagen. Bankerna riskerar att drabbas om Nasdaq Clearing AB får problem. Samtidigt bygger det finansiella systemet på förtroende, och vid en situation där oro sprids kan den finansiella stabiliteten riskeras. [...]

I nuläget är det främst elproducenterna som lider av likviditetsbrist till följd av högre marginalsäkerhetskrav. I första hand bör därför kreditgarantierna riktas till dem. Det kan dock inte uteslutas att andra aktörer på elderivatmarknaden som är clearingmedlemmar eller clearar genom en medlem kan få likviditetsproblem som i förlängningen kan riskera den finansiella stabiliteten.”

Resonemanget lyfter fram tre sammanlänkade riskfaktorer:

- Att clearingmedlemmar riskerade att få likviditetsproblem i meningen att de inte skulle klara att betala in säkerheter enligt ingångna kontrakt och därmed skulle hamna på obestånd.
- Att buden i en auktion av kontrakt till följd av obestånd hos en medlem kunde befaras bli väldigt låga och avvecklingen därmed mycket kostsam för både den centrala motparten och clearingmedlemmarna.
- Att stora förluster för den centrala motparten skulle kunna skada förtroendet för det finansiella systemet, till exempel genom att tillgångarna i vattenfallet tas i anspråk och därmed inte finns tillgängliga för att täcka övriga clearade råvaruderivat.
- Att banker både som clearingmedlemmar och långgivare till energiföretag skulle kunna drabbas av stora förluster.

Det identifierade grundproblemet var alltså potentiell likviditetsbrist hos elproducenterna. Det gick också att konstatera att bristen var tillfällig i och med att företagen var elproducenter och således skulle ha el att sälja till det högre marknadspriset när elderivaten löpte ut. Det var därmed logiskt att inrikta åtgärderna på just det problemet för att säkerställa att företagen inte skulle hamna på obestånd till följd av rena likviditetsproblem under kontraktens löptid.⁹ I termer av metaforen om dominoeffekter var syftet alltså att förhindra att den första brickan skulle falla.

⁹ Som framgår ovan förde stigande säkerhetskrav även med sig problem som rör de limiter som Nasdaq Clearing tillämpar för hur mycket exponering i fråga om marginalsäkerheter en clearingmedlem får ha i förhållande till dels eget kapital, dels likvida medel. För att avhjälpa problemet justerade Nasdaq Clearing, efter samråd med FI, limiterna så att de beaktar eventuella kreditgarantier.

6 Utvärdering

6.1 Var åtgärden motiverad?

Det är generellt svårt att utvärdera åtgärder som det nu aktuella kreditgaranti-programmet. En anledning är att det var en enskild insats i en specifik situation som aldrig tidigare uppstått. En annan är att det är svårt att bedöma vad som hänt om åtgärden inte hade vidtagits. Det finns med andra ord inte något väldefinierat kontrafaktiskt händelseförlopp. Utifrån principen att ett beslut bör bedömas på basis av det läge som rådde när det fattades och den information som beslutsfattarna då hade, går det ändå att göra vissa observationer.

Information och osäkerhet

En första observation rör just den information som fanns att tillgå. Av den föregående beskrivningen framgår att beslutet fattades under stor osäkerhet. Självklart var det framtida elpriset osäkert, men det var även osäkert vilka följderna skulle bli om ett eller flera företag skulle hamna på obestånd och deras kontrakt skulle avvecklas. Mekanismen för att hantera obestånd inom en central motpart som är föreskriven i regelverket har Nasdaq Clearing prövat endast vid ett tillfälle. Och följderna den gången var inte obetydliga.¹⁰

Kontentan var att ett kraftigt destabiliserande förlopp inte kunde uteslutas, givet de redan höga säkerhetskraven och risken för fortsatt prisuppgång under hög volatilitet. Detta motiverade en kraftfull och trovärdig stödåtgärd för att minimera skadan av ett maximalt ogynnsamt utfall. Osäkerheten gjorde att det inte var möjligt att bedöma sannolikheten för detta utfall.

Det var heller inte lämpligt att skjuta på beslutet för att få mer information. Om elpriset skulle fortsätta att stiga snabbt, hade det förlopp som var grunden för oron kunnat sättas i gång. Det ligger i ett krisförlopps natur att den försiktiga strategin i ett inledande skede ofta är att agera snabbt och kraftfullt. Något paradoxalt kan *brist på information* i ett krisläge alltså göra det extra viktigt att ingripa.

Att det var statens ansvar att ingripa var naturligt med tanke på de viktiga samhällsintressen som stod på spel och det genuint osäkra läge som rådde.¹¹ I ett värsta scenario gick det – utöver ett hot mot den finansiella stabiliteten – att föreställa sig

¹⁰ En nyhetsartikel om händelsen finns här: <https://www.ft.com/content/43c74e02-b749-11e8-bbc3-ccd7de085ffe>. FI beslutade 2021 om en sanktion mot Nasdaq Clearing med anledning av händelsen; se: <https://www.fi.se/contentassets/09352ee009544b288f6298ecddd8f995/beslut-nca-2021-01-26.pdf>. Beslutet har överklagats till Högsta förvaltningsdomstolen och ännu inte vunnit laga kraft.

¹¹ Till detta kommer att det var en geopolitisk kris som låg bakom de extrema prisrörelserna på el och elderivat. Det är en typ av störning som enskilda ofta inte har förutsättningar att skydda sig emot och där staten därför har ett särskilt ansvar.

återverkningar på elproduktion och eldistribution till följd av obestånd hos företag verksamma i den sektorn. Det faktum att påfrestningarna orsakades av *likviditetsproblem* – inte av att de berörda företagen hade drabbats av förluster – gjorde dessutom att staten inte tog på sig stora risker genom de utlovade kreditgarantierna.

I generella termer kan ett läge där kreditvärdiga företag inte får lån från andra privata aktörer ses som ett slags marknadsmisslyckande, vilket kan vara ett legitimt skäl för staten att ingripa på marknader som normalt sköts av privata aktörer. Det är exempelvis den traditionella förklaringen till att banker med likviditetsproblem kan få stöd från centralbanken för att förhindra spridningseffekter. Detta fall var annorlunda genom att det var *icke-finansiella företag* som hade hamnat i ett läge där de behövde mycket stora krediter (och det var osäkert i vilken mån banker och andra långgivare kunde och ville ställa upp). Men i och med att likviditetsbehoven uppstod i ett system med direkt och indirekt koppling till det finansiella systemet fanns det skäl för staten att ingripa på ett likartat sätt.¹² Det faktum att obestånd bland elproducenter även kunde tänkas leda till störningar i elmarknaden gjorde skälen att ingripa än starkare. Vidare fanns det finansiella aktörer som var clearingmedlemmar både på elderivat- och aktie/räntemarknaden. Ett fallissemang hos ett av dessa institut riskerade då att leda till problem även på den clearade marknaden för aktie- och räntederivat.

Att likviditetsbehovet drevs av krav som staten (till följd av EU-regler) tillämpar för centrala motparter – inte av privata aktörers misstro mot varandra – är ytterligare en aspekt som skiljer detta fall från en konventionell finanskris. Här finns möjliga lärdomar av hur centrala motparter fungerar och regleras som FI återkommer till i avsnitt 7.

Utnyttjandet av programmet

Så här långt har inga aktörer vänt sig till Riksgäldskontoret för att få kreditgarantier utställda. Det är notabelt, men inte avgörande och kanske inte ens relevant för att bedöma om åtgärden var motiverad.

Framför allt är det viktigt att framhålla att det var fråga om en *försiktighetsåtgärd* – en försäkring – i ett osäkert läge. Det fanns skäl som pekade på att likviditetsbehoven *skulle kunna bli* ohanterligt stora om elpriserna steg ytterligare och att de skulle kunna uttömma bankers och andra långgivares vilja och kapacitet att ge krediter (utan stödåtgärder). Farhågorna om en fortsatt prisuppgång besannades inte (se figur 3 ovan). Därmed minskade likviditetsbehoven, vilket rimligen är en anledning till att programmet inte har använts. Men att en händelse som man har tecknat försäkring för inte inträffat bör inte i efterhand tas till intäkt för att det var onödigt att ha en försäkring. I det här fallet kan det heller inte uteslutas att det

¹² Genom att det var staten (via Riksgäldskontoret) som agerade, inte Riksbanken, är parallellerna till det statliga garantiprogrammet för bankers upplåning via obligationer under finanskrisen 2008–2009 egentligen tydligare, men den åtgärden var ett extraordinärt komplement till likviditetsstöd från Riksbanken.

faktum att det finns ett garantiprogram hade gjort det lättare för elproducenter att få krediter. Långgivare vet att om en elproducent framöver får problem att betala tillbaka ett lån, så kan företaget använda sig av garantiprogrammet.¹³

6.2 Fanns det andra tänkbara åtgärder?

Som framgår ovan fanns det ett (potentiellt) likviditetsproblem, orsakat av mycket stora lånebehov hos elproducenter. Det har inte framkommit att företag hade nekats banklån, men läget var oklart inte minst i ett scenario med än högre priser. Det var svårt att avgöra exakt vilka företag som kunde få problem och om bankerna med kort varsel skulle vara villiga att ställa upp med krediter i den omfattning som då skulle krävas, utan särskilda säkerheter. Att inrikta åtgärder mot att just säkra tillgång till banklån låg därmed nära till hands.

Ett alternativ till kreditgarantier till banker som kreditgivare är då direkta lån från statens sida. I detta fall var det inte möjligt för Riksbanken att ge lån, eftersom de företag som behövde lån inte står under FI:s tillsyn och elmarknaden inte faller inom Riksbankens ansvarsområde.

Att ge Riksgäldskontoret mandat att i stället ge lån hade varit möjligt, enligt samma förfarande som beslutet om ett garantiprogram. Men i lägen där grundproblemet är svårigheter att få krediter från privata aktörer är det vanligen enklare och effektivare att staten arbetar med garantier. En viktig poäng är att de reguljära lånekanalerna och de etablerade relationerna mellan låntagare och långgivare då används, uppbackade av en tillfällig statlig garanti. Det är också lättare att i en garanti inkludera en viss riskdelning med långgivaren genom att staten inte garanterar hela lånebeloppet. Det ger långgivaren motiv att bedöma låntagarens kreditvärdighet. Vid långgivning faller den uppgiften helt på Riksgäldskontoret, som kan ha svårt att göra sådana bedömningar, i synnerhet på mycket kort sikt.¹⁴

På så sätt byggde den här åtgärden på samma lösning som med framgång användes både under finanskrisen och vid pandemins utbrott. För detta fanns det i viss mening etablerade rutiner, även om garantiprogrammet måste anpassas till det specifika fallet och beslutas i särskild ordning. Det var en fördel med tanke på att beslutet måste fattas och genomföras skyndsamt.¹⁵

Tänkbart hade också varit att i stället ge förebyggande stöd till den centrala motparten så att den bättre hade kunnat klara de påfrestningar som kunde uppstå.

¹³ Även här finns en parallell till garantiprogrammet under finanskrisen i och med att det i praktiken stöttade även banker som inte anslöt sig till programmet.

¹⁴ I andra vågskålen finns risken att banker uppfattar att riskdelningen är för oförmånlig och därför inte är beredda att ge lån trots statlig garanti. Det är dock främst en tillämpningsfråga (villkoren i garantiavtalet mellan staten och banken), som det inte finns skäl att gå in på här.

¹⁵ Mycket av det arbetet överläts till Riksgäldskontoret som ansvarar för att besluta om garantiavtal och annat som krävs för att få i gång programmet. Det finns även erfarenhet av hur detta görs i och med att Riksgäldskontoret har ansvarat för tidigare garantiprogram, vilket också skyndar på processen.

Mot det alternativet talar dock att den centrala motparten inte hade och inte heller skulle komma att få behov av likviditetsstöd. Nasdaq Clearing skulle i värsta fall kunna få soliditetsproblem *efter* ett obestånd hos en clearingmedlem, om avvecklingen av dennes kontrakt gav upphov till stora förluster.

En annan möjlighet hade varit att helt enkelt låta processen ha sin gång, utan statliga åtgärder. Förluster på avvecklade derivatkontrakt hade i så fall tärt på resurserna i vattenfallet och måhända uttömt dessa. Då hade medlemmarna behövt tillskjuta mer kapital, vilket hade satt ytterligare press på redan pressande medlemmar, enligt den process som beskrivs i avsnitt 2 ovan.

Även om resurserna i vattenfallet är till för att kunna tas i anspråk är förfarandet inte utan risk. Priserna på de kontrakt som säljs riskerar att bli låga, eftersom budgivare vet att den centrala motparten är tvungen att sälja och att det måste ske snabbt. Förluster för deltagarna kan också få effekter på tilltron till marknadsplatsen och på sikt minska aktörernas benägenhet att använda clearade derivatkontrakt.

I ett genuint osäkert läge är det också svårt att veta hur långt ett sådant förlopp kan gå. Det hade kunnat sluta med att den centrala motparten hade hamnat på obestånd. För detta fall finns det regler om resolution av centrala motparter, men det är ett oprövat och komplicerat verktyg.

Därtill kommer att effekterna på ekonomin i stort av obestånd bland elproducenter hade kunnat bli allvarliga. Det hade exempelvis kunnat störa tillgången på el. Om än bara tillfälligt, hade det kunnat förvärpa ett redan pressat läge på elmarknaden och via ännu högre elpriser hade det kunnat sprida störningarna till hushåll och företag.

Sammanfattningsvis: I ett fall där påfrestningar beror på likviditetsproblem, inte på att aktörerna gjort förluster som hotar deras soliditet, framstår det som olämpligt – och riskfyllt – att staten förblir passiv. Följaktligen var det ändamålsenligt att sätta in stödet *tidigt* i det tänkbara krisförloppet. Med andra ord: Att se till att den första dominobrickan inte skulle falla.

Som alltid gäller att insatser för att rädda privata aktörer kan påverka deras förväntningar om framtida stöd och på så sätt uppmuntra till mer riskfyllt agerande. FI återkommer till sådana så kallade moral hazard-effekter i avsnitt 7.

6.3 Kunde och borde myndigheterna ha agerat tidigare?

Priserna och volatiliteten på elderivatmarknaden beror framför allt på vad som händer på elmarknaden och de priser som etableras där. Den nordiska marknaden påverkas i sin tur av andra elmarknader. I det avseendet var Rysslands invasion av Ukraina och osäkerheten i fråga om gasleveranser till Europa av avgörande

betydelse. I kombination med regelkrav på centrala motparter att begära mer säkerheter om priser och volatilitet stiger var det ofrånkomligt att säkerhetskraven skulle öka.

Som framgår ovan hade läget på elderivatmarknaden diskuterats sedan åtminstone slutet av 2021. Det var dock först i slutet av augusti, i samband med de extrema prisökningar som då skedde, som FI fick uppgifter om att läget var akut och att medlemmar på elderivatmarknaden dels riskerade att drabbas av likviditetsbrist, dels hade exponeringar som närmade sig tillåtna limiter hos den centrala motparten. Visserligen hade berörda aktörer redan tidigare påtalat att marknaden fungerade sämre – vissa hade som framgår ovan minskat sina säkringar eller helt slutat att säkra sig – men situationen var ändå hanterbar. Även om läget tidigare var osäkert hade det knappast varit möjligt för myndigheterna att förutse den kraftiga prisökningen på el i slutet av augusti, den förändring som gjorde att läget på elderivatmarknaden framstod som akut.

Det är tänkbart att tillgång till mer och bättre information, till exempel hårdare stresstester från den centrala motparten, skulle kunnat varna för det förlopp som ledde fram till att garantiprogrammet infördes. Samtidigt är det tveksamt om resultatet av sådana tester, med scenarier som i det aktuella läget torde ha uppfattats som extrema, skulle ha varit tillräckliga för att motivera så omfattande och konkreta statliga åtgärder som senare vidtogs. Ett stresstest är just ett test och därmed en svag grund för en åtgärd som bygger på extraordinära riksdagsbeslut. Det faktum att de som behövde stöd var icke-finansiella företag, utanför sedvanlig finansiell tillsyn och rapportering, hade förmodligen också gjort det svårare för myndigheterna att uppfatta läget som brådskande, liksom att utforma åtgärder, villkor för stöd med mera på ett lämpligt sätt.

6.4 Vilket ytterligare underlag hade varit önskvärt?

I efterhand går det att konstatera att det hade varit värdefullt med mer underlag om vilka likviditetsbehov som säkerhetskraven skulle kunna ge upphov till. FI borde i ett tidigare skede ha bett den centrala motparten om kompletterande stresstester av hur mycket säkerhetskraven skulle öka vid kraftigt stigande prisnivåer. En sådan analys gjordes i samband med Rysslands invasion av Ukraina. Analysen indikerade då att medlemmarna hade tillräckligt med likviditet och buffertar och var i så måtto inte alarmerande. Men bilden förändrades snabbt i slutet av augusti, som framgår ovan.

Så här i efterhand framstår ett förfarande som inkluderar följande delar som önskvärt:

- FI borde i ett tidigare skede ha haft en närmare dialog med den centrala motparten om stresstester av säkerhetskraven, med scenarier som – givet de oroande tecken som fanns – hade gått utanför den historiska

erfarenheten, både på aggregerad nivå och för enskilda clearingmedlemmar.

- FI borde ha begärt att den centrala motparten skulle ha frågat de större clearingmedlemmarna hur de planerade att möta de säkerhetskrav som testerna indikerade kunde uppstå under stress.
- FI borde ha frågat bankerna under vilka förutsättningar de var villiga att ge clearingmedlemmarna så stora lån som kunde behövas enligt stresstesterna.

Helst skulle FI även ha utmanat Nasdaq Clearings beräkningar av hur deltagarna skulle påverkas av stora prisrörelser, genom att ta fram egna scenarier och uppmanat Nasdaq Clearing att använda även dessa. Stresstester är en metod som FI använder på bland annat bank- och fondområdet. Det är dock osannolikt att det i praktiken hade varit möjligt för FI att med kort varsel ta fram användbara scenarier för detta ändamål.

Vidare hade sannolikt bättre bedömningar av riskerna för Nasdaq Clearing och den finansiella stabiliteten kunnat göras med hjälp av underlag från Energimarknadsinspektionen. Exempelvis hade FI kunnat ge Energimarknadsinspektionen möjlighet att bidra med information och kunskap om aktörerna på elderivatmarknaden, till exempel i vilken mån de är systemviktiga för elkraftsförsörjningen och vilka aktörer som kunde förväntas påverkas mest av stigande priser på elderivatmarknaden. Det hade kunnat fördjupa analysen av konsekvenserna av en elproducents obestånd och tänkbara effekter på elmarknaden. Energimarknadsinspektionen kunde också ha bidragit med kunskap om hur prisbildningen påverkas av höga säkerhetskrav. Någon sådan samverkan inleddes inte i det pressade läge som uppkom (se även avsnitt 6.5).

6.5 Hur fungerade samverkan mellan myndigheterna?

Före det akuta skedet hämtade FI in information från myndigheter, inklusive utländska tillsynsmyndigheter, och branschaktörer. Vi informerade muntligen Finansdepartementet för att ge en aktuell lägesbild och bistå departementet inför och i dess olika möten och kontakter.

Det finns väl etablerade samverkansformer inom området finansiell stabilitet som har fungerat väl under perioder med påfrestningar i det finansiella systemet, senast under den inledande fasen av pandemin. Dessa samverkansformer användes även under hanteringen av krisen på elderivatmarknaden. Men samtidigt skiljer sig denna kris från tidigare genom att den primärt rörde icke-finansiella företag. Den centrala motparten är visserligen ett finansiellt företag under FI:s tillsyn (med kompletterande övervakning från Riksbanken), men det var händelser på elmarknaden som var drivande i förloppet och det var i första hand clearing-

medlemmar, som inte är finansiella företag och inte står under tillsyn, som var utsatta för påfrestningar.

Den åtgärd som vidtogs var alltså att inrätta ett kreditgarantiprogram riktat till elföretag. Statliga garantier kan bara utfärdas efter riksdagens bemyndigande. Följaktligen var det givet att Finansdepartementet ansvarade för beredningen av det brådskande riksdagsbeslut som krävdes. Bland underlagen i utskottsinitiativet från finansutskottet finns upplysningar från Regeringskansliet (se bet. 2021/22: FiU 51). I det skedet var stabilitetsrådet inte ett naturligt forum för samverkan, men det var en fördel att stabilitetsmyndigheterna hade etablerade samarbetsformer och informationskanaler. Det främjade en öppen dialog och effektiviserade arbetet.

Stabilitetsmyndigheterna hade även i denna situation specifika roller. FI är tillsynsmyndighet för den centrala motparten. Riksbanken övervakar Nasdaq Clearing i dess roll som ett viktigt infrastruktur företag. Nasdaq Clearing hade också kunnat tänkas få likviditetsstöd från Riksbanken. Riksgäldskontoret fick i uppgift att hantera garantiprogrammet. De skilda rollerna gjorde att all informationen inte i varje skede var relevant för alla myndigheter. Det hade dock varit en fördel om det hade gått att dela information mellan myndigheterna utan att hindras av att viss information som var sekretessbelagd hos en myndighet riskerade att bli offentlig hos en annan.

Elmarknaden ligger utanför FI:s kompetens- och tillsynsområde. Till detta kommer att tillsynen av elmarknaden är uppdelad på flera myndigheter, vilket gjorde det svårt att skapa en samlad bild av läget på den underliggande marknaden. FI hade heller inte upparbetade kontakter med de myndigheter som har tillsyn över elmarknaden. Som framgår av avsnitt 6.4 bedömer FI att det varit särskilt värdefullt med en mer utvecklad samverkan med Energimarknadsinspektionen.

7 Lärdomar och slutsatser

7.1 Om process och beslut

Att riskerna kopplade till central clearing på elderivatmarknaden gick från hanterbara till hotfulla, berodde på den kraftiga prisuppgången på el – och därmed elderivat – i slutet av augusti. Osäkerheten var stor och det kunde inte uteslutas att elpriserna skulle stiga ytterligare. En eller flera elproducenter hade då kunnat hamna i ett läge där de inte klarade kraven på säkerheter till följd av brist på likviditet. I så fall skulle Nasdaq Clearing, i enlighet med regelverket, ha behövt förklara medlemmarna på obestånd.

Det finns regler och rutiner för sådana situationer, men det gick inte att bedöma om de var tillräckliga för att klara de påfrestningar som skulle kunna uppstå. I en situation där Nasdaq Clearings förfinansierade finansiella resurser utnyttjades till fullo kunde problemen på elderivatmarknaden sprida sig till andra delar av den finansiella marknaden, om inte annat genom ökad osäkerhet. FI och regeringen bedömde att det inte gick att utesluta ett förlopp som skulle hota den finansiella stabiliteten.

Att i det osäkra läget inrätta ett statligt kreditgarantiprogram var en försvarbar åtgärd. De samhälleliga skyddsintressen som var hotade motiverade ett statligt ingrepp. Åtgärden tog fasta på att det var befarad likviditetsbrist hos elproducenter som skulle kunna utlösa ett oönskat förlopp och utformades för att förhindra just detta. Analysen i denna rapport har inte identifierat en lämpligare åtgärd för detta ändamål, åtminstone inte en åtgärd som kunde vidtas lika snabbt. Visserligen har kreditgarantiprogrammet inte utnyttjats, men det kan förklaras av att priserna inte har nått de nivåer som befarades i slutet av augusti utan tvärtom har fallit (se figur 3). Som nämns ovan är det också tänkbart att programmet har haft en stabiliserande effekt på elderivatpriserna. Det har heller inte framkommit skäl som talar för att åtgärden borde ha satts in tidigare. Även om läget hade varit osäkert en tid, var de händelser som gjorde läget akut hösten 2022 ny information.

Att staten tar över risker från privata aktörer kan få negativa följder. Inte minst kan det uppmuntra till risktagande, vilket ökar risken för nya kriser med ytterligare kostnader för staten på sikt. I det här fallet är det dock rimligen inte ett nämnvärt problem. De risker som staten erbjöd sig att ta över var inte skapade av oansvarigt beteende från privata aktörer. Snarare hade riskerna uppstått till följd av en strävan från både säljare och köpare av el att *begränsa* sina risker – inom ett ramverk som lagstiftaren hade skapat – i kombination med att prisökningarna berodde på en geopolitisk kris som aktörerna inte hade kunnat förutse eller försäkra sig emot. Dessutom tar staten i detta fall enbart kreditrisk på solventa företag med temporära, om än betydande, likviditetsbehov. Det innebär att risken för att staten ska göra kreditförluster är låg.

Men det hindrar inte att vi kan dra lärdomar från det som har hänt. En är att FI bör vara mer uppmärksam på likviditetsrisk i centrala motparter. FI begärde kompletterande stresstester från den centrala motparten, men först sent i förloppet. Detta borde ha gjorts i ett tidigare skede som en del av den intensifierade tillsynsdialogen. Samtidigt bör det framhållas att den exponentiella prisutveckling som skedde i slutet av augusti var extrem och svår att förutspå. Även mer samarbete och informationsutbyte med Energimarknadsinspektionen hade kunnat ge FI bättre underlag för att följa och förstå utvecklingen på elderivatmarknaden.

Det är inte givet att den information som hade kommit fram i en sådan tillsyns- och analysprocess hade lett till ett tidigare eller annorlunda ingripande från statens sida. Bilden av läget förändrades snabbt i slutet av augusti. Men det hade kunnat bidra till att de beslut som kom att fattas hade varit bättre underbyggda. Det är dessutom viktigt att tillsynen och myndighetssamarbetet utvecklas med utgångspunkt i de erfarenheter som nu har gjorts.

Myndigheterna i Finansiella stabilitetsrådet samverkade och utbytte information utifrån sina respektive uppdrag. De beslut som kom att fattas låg dock utanför stabilitetsrådets ansvarsområde. Det krävdes ett nytt riksdagsbeslut om kreditgarantier och Riksgäldskontoret fick i uppdrag att ställa ut garantier i egenskap av garantimyndighet, inte som medlem i stabilitetsrådet.

7.2 Om central clearing

Det som hänt ger också anledning till mer allmänna reflektioner om central clearing och det regelverk som finns för sådan verksamhet. Central clearing syftar till att reducera motpartsrisker, öka transparensen och effektivisera användningen av kapital och säkerheter. För att uppnå det syftet måste centrala motparter vara rustade för att hantera kreditrisker och stå emot förluster. Det finns därför lagkrav på att centrala motparter ska begära in säkerheter från clearingmedlemmar.

De materiella kraven överförs på så sätt till clearingmedlemmarna, som måste ställa säkerheter som står i proportion till deras åtaganden mot den centrala motparten och göra betalningar till motparter som motsvarar ändringar i marknadsvärdet av utestående åtaganden. I den situation som uppstod på elmarknaden hösten 2022 var det just dessa krav som skapade en risk för likviditetsbrist hos livskraftiga företag som i kraft av att de producerar el inte skulle ha problem att fullgöra sina åtaganden när ett kontrakt löper ut och således inte hade svag soliditet. Det är något av en paradox att de skyddsmekanismer som en central motpart är skyldig att tillämpa för att klara obeståndssituationer, bidrog till att det krävdes ett statligt ingripande för att reducera risken för att en eller flera medlemmar skulle hamna på obestånd. Och att en anledning till att sådana obestånd behövde förhindras var att Nasdaq Clearing annars riskerade att få allvarliga problem och i värsta fall själv hamna på obestånd.

Det kan ligga nära till hands att tänka att en lösning är att ytterligare stärka skyddet för den centrala motparten. Ett tänkbart steg är att höja de förfinansierade resurserna för att minska sannolikheten att vattenfallet uttöms. Det gör clearing dyrare, men på ett förutsebart sätt. Generellt högre säkerhetskrav gör det däremot mer riskfyllt och potentiellt mer kostsamt för clearingmedlemmarna att använda centralt clearade derivatkontrakt, vilket händelserna hösten 2022 visar. Det kan bidra till att fler aktörer väljer att övergå till bilaterala säkringsavtal. Därmed minskar mängden clearade kontrakt och de belopp som hanteras via den centrala motparten, men riskerna i verksamheten kan likväl öka genom att de kvarvarande riskerna fördelas på färre aktörer. De fördelar som central motpartsclearing innebär skulle dessutom minska om affärerna i större utsträckning hanterades bilateralt utan clearing.

Det är även tänkbart att elmarknadsaktörer väljer att säkra sig i mindre grad. I så fall kommer prisrisker i större utsträckning ligga kvar hos elproducenter och företag som har intresse av att kunna förutse sina elpriser, för egen förbrukning eller för att erbjuda kunder fast elavtal. Det skulle – allt annat lika – göra att risknivån i ekonomin i stort blir högre, med effekter och kostnader som med stor sannolikhet skulle påverka hushåll och företag i egenskap av elkonsumenter. Detta är en påminnelse om att utformningen av finansiella regelverk innefattar avvägningar som bör beakta effekter utanför den finansiella sektorn.

7.3 Utestående frågor

De händelser och åtgärder som – översiktligt – behandlas i denna rapport väcker många frågor, bland annat följande:

- Vad är innebörden och vilka är följderna av att en betydande del av handeln i elderivat under året flyttade från den clearade marknaden och ersattes av bilaterala avtal? Inga signaler har hörts om att de stora prisrörelserna har lett till osäkerhet och störningar i den handeln. Beror det på att risker har gömts undan och att bilateral handel gör systemet mer instabilt, till exempel genom sämre hantering av motpartsrisker? Eller finns det egenskaper i elderivat-handeln som gör att den fungerar lika bra eller till och med bättre utan central clearing enligt de regler som där gäller?
- Kan det vara så att reglerna för central clearing har inslag som i vissa fall kan vara destabiliserande? Rörliga säkerhetskrav i syfte att täcka motpartsrisker gentemot aktörer som inte hamnar i ett sämre läge genom att elpriser stiger, är inte uppenbart motiverade eller ändamålsenliga. Går det att undanta de som producerar el och därmed är inte gör förluster, oavsett hur högt priset på derivatkontraktet blivit, från sedvanliga säkerhetskrav?
- Är en permanent (avgiftsbelagd) facilitet för att garantera säkerhetskraven för vissa typer av medlemmar vid de allra mest extrema scenarierna ett sätt att

komma till rätta med effekter av det nuvarande regelverket och att uppmuntra till handel med clearade elderivat?

- Är det lämpligt att icke-finansiella aktörer deltar direkt i clearingen på en finansiell marknad? De kan ha sämre förutsättningar att uppfylla stora krav på likviditet än finansiella företag.

Fördjupade analyser behövs för att närma sig dessa frågor. Hur detta arbete kan drivas vidare bör behandlas i ett annat sammanhang.

Noteras kan att en gemensam nämnare är hur reglerna för centrala motparter fungerar. De är i hög grad beslutade på EU-nivå. Förra årets händelser har gjort att EU har inlett en översyn av reglerna. Det är viktigt att från svensk sida noga följa det arbetet och, i den utsträckning det är möjligt, påverka regelutvecklingen i en riktning som beaktar de lärdomar som kan dras av händelserna på den svenska marknaden under 2022.