



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

Eduskunnan suuri valiokunta

*Sivulta 4 on korjattu päivämäärä 13.5.2020.***Asiantuntijalausunto suurelle valiokunnalle; Asia: O 39/2020 vp Saksan perustuslakituomioistuimen EKP:n markkinaostoja koskevan ratkaisun merkitys**

Saksan perustuslakituomioistuin antoi 5.5.2020 tuomion koskien Euroopan keskuspankin (EKP) julkisen sektorin liikkeeseen laskevien velkakirjojen osto-ohjelmaa eli PSPP-ohjelmaa. Tuomiossaan Saksan perustuslakituomioistuin katsoo, että EKP ei ole noudattanut suhteellisuusperiaatetta arvioidessaan puutteellisesti PSPP-ohjelman vaikutuksia ja siten ylittänyt toimivaltansa. Saksan perustuslakituomioistuimen mukaan EKP:n olisi pitänyt tunnistaa, arvioida ja punnita PSPP-ohjelman rahapoliittista tavoitetta ja vaikutuksia talous- ja finanssipolitiikkaan erityisesti ottaen huomioon ohjelman merkittävän koon. Suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi.

Euroopan unionin tuomioistuin katsoi joulukuussa 2018 antamassaan tuomiossa EKP:n toimivan hintavakaustavoitteensa rajoissa. Tuomioistuin totesi, että valtion velkakirjojen ostot ovat olleet oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään ja että PSPP-ohjelma ei loukkaa suhteellisuusperiaatetta.

PSPP-ohjelmalla pyritään edistämään hintavakaustavoitteen saavuttamista. Unionin tuomioistuin totesi, että PSPP-päätöksen on katsottava kuuluvan rahapolitiikan alaan, kun otetaan huomioon päätöksen tavoitteet ja niiden saavuttamiseksi säädetyt keinot – huolimatta siitä, että päätöksellä voi olla sellaisia välillisiä vaikutuksia, joihin



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

voidaan pyrkiä myös talouspolitiikassa. Talouspolitiikalla tuomioistuimien tarkoittaa rahapolitiikkaan lukeutumattomia talouspolitiikan osa-alueita.

Euroopan unionin tuomioistuin arvioi tuomiossaan, onko rahapolitiikan alaan kuuluva velkakirjojen osto-ohjelma oikeassa suhteessa kyseisen politiikan tavoitteisiin nähden ja ylittääkö PSPP-ohjelma selvästi sen, mikä on tarpeen kyseisten tavoitteiden saavuttamiseksi.

EKP:n taloudellisen analyysin mukaan PSPP-ohjelma on euroalueen rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden olosuhteissa omiaan edistämään hintavakaustavoitteen toteutumista.

Kun otetaan huomioon PSPP-ohjelman ennakoitavissa oleva vaikutus, ei ole ilmennyt, että EKP:n tavoittelemat päämäärät olisi voitu saavuttaa muunlaisilla rahapoliittisilla toimenpiteillä, joissa EKP:n toiminta olisi ollut suppeampaa. Näissä olosuhteissa Euroopan unionin tuomioistuin katsoi, että PSPP-ohjelma ei peruslähdekohdiltaan ylitä selvästi sitä, mikä on tarpeen tavoitteen saavuttamiseksi.

Saksan perustuslakituomioistuin ei noudattanut Euroopan unionin tuomioistuimelta pyytämäänsä ennakkoratkaisua tältä osin ja sivuutti EU:n tuomioistuimen tulkinnan EU-oikeudesta ja EU-tuomioistuimen aseman sen ensisijaisena tulkitsijana.

Euroopan unionin tuomioistuin antoi lehdistötiedotteen 8.5.2020 Saksan perustuslakituomioistuimen antaman tuomion johdosta. Siinä todettiin, että unionin tuomioistuimen vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan kyseisen tuomioistuimen ennakkoratkaisumennettelyssä antama tuomio sitoo kansallista tuomioistuinta sen ratkaistessa käsiteltävänä olevaa asiaa. Jotta voidaan varmistaa unionin oikeuden yhtenäinen soveltaminen, ainoastaan Euroopan unionin tuomioistuin, jonka jäsenvaltiot ovat tässä tarkoituksessa perustaneet, on toimivaltainen toteamaan, että unionin toimielimen toimi on unionin oikeuden vastainen. Jäsenvaltioiden tuomioistuinten eri-



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

laiset käsitykset tällaisten toimien pätevydestä saattaisivat vaarantaa unionin oikeusjärjestyksen yhtenäisyyden ja loukata oikeusvarmuuden periaatetta. Kansallisilla tuomioistuimilla on jäsenvaltioiden muiden viranomaisten tapaan velvollisuus taata unionin oikeuden täysi oikeusvaikutus.

EKP:n toimintaa sääntelee EU:n perussopimus. Siinä määritellään EKP:n toiminnan tavoitteet, tehtävät, toimivaltuudet ja riippumattomuus. EU:n perussopimuksen mukaisesti rahapolitiikka kuuluu unionin yksinomaiseen toimivaltaan.

Euroalueen rahapoliittiset päätökset tekee Euroopan keskuspankin neuvosto, joka on toiminnassaan itsenäinen, ja sillä on perussopimuksen asettamissa puitteissa laaja harkintavalta sovellettavien toimienpiteiden suhteen. EKP:lle perussopimuksessa uskotut toimivaltuudet on tarkoitettu palvelemaan EKP:n tavoitteiden saavuttamista ja sille määriteltyjen tehtävien hoitamista. Päätökset rahapolitiikassa käytettävistä välineistä riippuvat mm. siitä, mitä EKP:n neuvosto arvioi eri välineiden tehokkuudesta kulloisessakin tilanteessa. Valittujen keinojen käytölle asettaa rajat se, että niiden on oltava oikeassa suhteessa tavoiteltuun päämäärään.

Perussopimus antaa EKP:lle riippumattoman aseman sen hoitaessa tehtäviään. Perussopimus kieltää EKP:tä, kansallista keskuspankkia tai niiden päätöksentekuelimiä pyytämästä tai ottamasta vastaan ohjeita unionin toimielimiltä, jäsenvaltioiden hallituksilta eikä miltään muultakaan taholta. Unionin toimielimet ja jäsenvaltioiden hallitukset sitoutuvat kunnioittamaan tätä periaatetta ja pidättymään yrityksistä vaikuttaa keskuspankkeihin niiden suorittaessaan tehtäviään. (SEUT 130 artikla.)

Saksan perustuslakituomioistuimen tuomio ei vaikuta välittömästi EKP:n rahapolitiikkaan. Päätös ei koske pandemiaan liittyvää osto-ohjelmaa eli PEPP-ohjelmaa eikä muitakaan kriisitoimenpiteitä. Olennaista on myös, että Saksan perustuslakituomioistuin on yhtä mieltä Euroopan unionin tuomioistuimen arvion kanssa siitä, että



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

nyt kyseessä oleva PSPP-ohjelma ei riko julkisen sektorin keskuspankkirahoitusta koskevaa kieltoa.

Saksan perustuslakituomioistuimen tuomio ei ollut osoitettu EKP:lle, vaan Saksan liittohallitukselle ja liittopäiville. Saksan perustuslakituomioistuin antoi niille tehtäväksi varmistua, että EKP tekee suhteellisuusperiaatteen mukaisen arvion PSPP-ohjelmasta kolmen kuukauden kuluessa. Muuten Saksan perustuslakituomioistuimen mukaan Saksan keskuspankki ei voi osallistua ohjelman täytäntöönpanoon ja se on myytävä hallussaan olevat valtion velkakirjat.

Ei ole epäselvyyttä, etteikö Saksan liittohallituksella ja liittopäivillä olisi asiaa käsitellessään käytettävissään asianmukaista ja vakuuttavaa materiaalia osto-ohjelmien perusteista ja mitoituksesta, esimerkiksi EKP:n neuvoston julkaistuista pöytäkirjoista lähtien.

On syytä alleviivata EU:n toiminnan nojaavan siihen, että Euroopan tuomioistuin tulkitsee eurooppalaisten instituutioiden toimintaa ja lainmukaisuutta, eivät kansalliset tuomioistuimet. Tästä tinkiminen voisi johtaa hyvin kielteisiin seurauksiin eurooppalaisen yhteistyön kannalta.

EKP:n neuvosto käsitteli asiaa alustavasti 5.5.2020 ja merkitsi tiedoksi Saksan perustuslakituomioistuimen tuomion. Kokouksen päätteeksi antamassaan tiedotteessa EKP:n neuvosto viittasi siihen, että Euroopan unionin tuomioistuin katsoi joulukuussa 2018 antamassaan päätöksessä EKP:n toimivan hintavakaustavoitteensa rajoissa. Yksinoikeudellinen tuomiovalta EKP:n ja sen toiminnan suhteen on Euroopan unionin tuomioistuimella, ei kansallisilla tuomioistuimilla.

EKP:n mandaatti

Osto-ohjelma, jota Saksan perustuslakituomioistuimen tuomio koskee, tukee rahapolitiikan välittymistä kaikkiin euroalueen maihin ja keventää rahapolitiikan mitoitusta, kun rahapolitiikkakorkojen mer-



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

kittävä lasku ei ole enää riittävässä määrin käytettävissä hintavakauden saavuttamiseksi. Rahapolitiikan määrällinen keventäminen kuuluu keskuspankkien rahapolitiikan instrumenttien joukkoon.

Tärkeä osa lainsäädännössä keskuspankeille annettua itsenäisyyttä on vapaus päättää rahapolitiikan instrumenteista ja mitoituksesta itsenäisesti tavoitteeseen pääsemiseksi. Juuri itsenäisyytensä ansiosta EKP on kyennyt tekemään mittavia ja nopeita päätöksiä erityisesti talouskriisien aikana. Keskuspankin itsenäisyys käytettävissä olevien rahapoliittisten välineiden suhteen on uskottavan rahapolitiikan kulmakivi.

Keskuspankille on lainsäädännössä annettu tietty tavoite, tehtävä, ja usein myös määritellään, mitä keinoja keskuspankki voi tai ei voi käyttää annettuun tavoitteeseen pääsemiseksi. Tätä keskuspankin toimivaltaa on tapana kutsua sen mandaatiksi. Missään ei keskuspankille ole annettu rajoittamatonta toimivaltaa.

Hintavakaus tai matala inflaatio on määritelty useimpien keskuspankkien ensisijaiseksi tavoitteeksi kehittyneissä talouksissa. EKP:n mandaatti määriteltiin vuonna 1993 voimaan astuneessa Maastrichtin sopimuksessa. Sen mukaan Euroopan keskuspankin ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Rahapolitiikalle asetettiin ensisijaisen hintavakaustavoitteen ohella myös toissijainen tavoite. Toissijaiseksi tavoitteeksi määriteltiin Euroopan unionin yleisten (talouspoliittisten) tavoitteiden tukeminen, kuitenkin hintatason vakauden tavoitetta vaarantamatta. Sopimuksen 3 artiklan mukaan Euroopan unioni ”pyrkii kestävään kehitykseen, jonka perustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintavakaus sekä täystyöllisyyttä ja sosiaalista edistystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous”.

Päävastuu talouspolitiikan piiriin kuuluvista toimista on siis muilla kuin keskuspankeilla. Se on jäsenvaltioiden hallituksilla ja osin muilla EU:n toimielimillä. EKP:llä ei ole erillistä talouspoliittista mandaattia, mutta sen rahapolitiikka tukee yleistä talouspolitiikkaa unionissa hintavakaustavoitteen vaarantumatta.



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

Keskuspankkien mandaatti on viime vuosina noussut aika ajoin laajan julkisen keskustelun kohteeksi. Arvostelua on tullut kahdesta täysin vastakkaisesta suunnasta.

Ensinnäkin keskuspankkien on esitetty ylittäneen toimivaltansa rhytyessään ostamaan valtion velkakirjoja jälkimarkkinoilta. Toisen suuntainen kritiikki on puolestaan pitänyt EKP:n liikkeitä liian hitaina ja liian pienin askelin etenevinä. Kysymys ei ole pelkästään eurooppalaisesta keskustelusta, vaan myös Yhdysvalloissa on käyty saman sävyistä keskustelua.

Vastaus tähän kritiikkiin on, että keskuspankkien tehtäväksi annettu hintavakauden turvaaminen tarkoittaa sekä vahingollisen inflaation että deflaation torjumista. Epätavanomaisilla rahapoliittisilla toiminnoilla, kuten arvopaperiostoilla, on torjuttu talouden ajautuminen laskevien hintojen ja pahenevan työttömyyden kierteeseen.

Toiseksi keskuspankkien mandaattia on pidetty liian kapeana. Keskitetty hintavakauden turvaamiseen on arvostelijoiden mukaan rajoittanut rahapolitiikan käyttöä talouden elvyttämiseen. Siksi EKP:n mandaattia pitäisi näiden näkemysten mukaan laajentaa siten, että rahapolitiikan tavoitteena olisi paitsi hintavakaumus myös kasvu ja työllisyys.

Nykyisessä tilanteessa, jossa inflaatiovauhti on tavoitteen alapuolella ja taloudessa on työttömyyttä ja vajaata kapasiteettia, hintavakaustavoitteen ja työllisyystavoitteen välillä ei ole ristiriitaa. Molemmat edellyttävät kevyttä rahapolitiikkaa.

Toinen asia on se, miten nopeasti rahapolitiikka vaikuttaa talouden kehitykseen. Toistaiseksi kokemus ja tutkimustieto ovat tukeneet näkemystä, jonka mukaan inflaatio-odotusten vakauttaminen tavoitteen mukaiselle tasolle ja rahoitusvakauden ylläpitäminen ovat parhaita rahapolitiikan suuntaviivoja pitkän aikavälin kasvun ja työllisyyden edistämisen kannalta, vaikka rahapolitiikka ei määrittäkään pitkän aikavälin talouskasvua.



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

Keskuspankkien itsenäisyyttä alettiin korostaa samaan aikaan, kun hintavakaus (hidas ja vakaa inflaatio) rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena alkoi 1990-luvulla yleistyä. Itsenäisyyden perusteluna on taata luottamus siihen, että rahapolitiikka todella pyrkii sille annettuun tavoitteeseen. Tämä lisää tavoitteen uskottavuutta ja siten viime kädessä luottamusta rahan arvoon.

### Keskuspankin riippumattomuudesta

Keskuspankin riippumattomuus voi olla institutionaalista, toiminnallista, organisatorista tai taloudellista. Periaatteessa voidaan ajatella institutionaalista riippumattomuutta. Se merkitsisi, että keskuspankki voisi itse päättää rahapolitiikan tavoitteista, kuten siitä, sovelletaanko inflaatiotavoitetta vai valuuttakurssitavoitetta vai pyritäänkö ohjaamaan rahan määrää. Tällaista toiminnan tavoitetta koskevaa itsenäisyyttä ei keskuspankeille yleensä missään ole annettu.

Keskuspankki saa tavoitteensa ja samalla toiminnallisen itsenäisyytensä lainsäädännöstä. Keskuspankin itsenäisyys voidaan siten nähdä demokraattisten elinten valitsemana keinona sitoutua uskottavasti yhteisesti sovittuihin rahapolitiikan periaatteisiin pitkällä aikavälillä.

Toiminnallisella riippumattomuudella tarkoitetaan sitä, missä rajoissa keskuspankki voi itse valita ne keinot, joilla sille annettuun tavoitteeseen on tarkoitus päästä. Tämä tarkoittaa ennen muuta keskuspankin itsenäisyyttä päättää rahapolitiikan ohjauskorosta. Sen lisäksi tällaisen välineriippumattomuuden piiriin voidaan lukea keskuspankin itsenäisyys kaikissa rahapolitiikan toimeenpanokehiköön liittyvissä ratkaisuisissa. Näihin kuuluvat pankkien keskuspankkirahoituksen ehdot, maksuvalmiusjärjestelmän ominaisuudet, vähimmäisvarantojärjestelmä, arvopapereiden ostot ja myynnit sekä vakuuspolitiikka.

Organisatorinen riippumattomuus tarkoittaa sitä, että keskuspankin johto tekee päätöksensä keskuspankille annetun mandaatin perus-



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

teella itsenäisesti eli riippumattomasti hallituksesta tai muusta tahosta, joka johdon on nimittänyt. Tavallisesti itsenäisyyttä vahvistetaan erottamalla johdon toimikauden pituus hallituksen toimikaudesta ja rajoittamalla toimikausien lukumäärää.

Taloudellinen riippumattomuus tarkoittaa sitä, että keskuspankki ei ole riippuvainen valtion budjetista ja että hallitus tai eduskunta ei pyri vaikuttamaan keskuspankin budjettiin muuten kuin päätettäessä keskuspankin voitonjaosta. Normaalisti keskuspankit tulouttavat huomattavan osan voitostaan valtiolle.

#### EKP:n rahapolitiikka koronakriisin aikana

Globaalin finanssikriisin, Euroopan velkakriisin ja nyt koronakriisin aikana EKP on joutunut rahapolitiikassaan uudenlaiseen tilanteeseen. Ongelmina ovat olleet inflaation liiallisen kiihtymisen sijasta pitkäaikaisesti tavoitetta hitaampi inflaatio ja jopa deflaatiokierteen uhka. Rahapolitiikka on mandaattinsa puitteissa tukenut hintavakautta ja samalla sille alisteisten talouspolitiikan tavoitteiden saavuttamista. Vahvasti kasvua tukeva rahapolitiikka on edelleen tarpeen, jotta inflaatio palautuu hintavakaustavoitteen mukaisesti lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

Koronakriisin akuutin vaiheen jälkeen ei ole tämän hetken arvioiden mukaan odotettavissa inflaation kiihtymistä. EKP rahapolitiikka säilyy keveänä pitkään, mikä tukee talouden toipumista kriisistä kaikissa euroalueen maissa. Lupaus harjoittaa kevyttä rahapolitiikkaa pidempään, vähintään niin kauan kun hintavakaustavoite on saavutettu kestävästi, on osa ns. epätavanomaista rahapolitiikkaa – rahapolitiikan ennakoivan viestinnän muodossa. Tähän politiikkaan sitoutuminen on keskeinen rahapolitiikan väline nollakorkorajoitteen oloissa.

EKP:n neuvosto on todennut, että finanssipolitiikassa vaaditaan rohkeaa ja koordinoitua linjaa, jotta näkymien nyt heikettyä voidaan välttää kehityksen jääminen ennakoituakin heikommaksi. Yhteisten sääntöjen ja kunkin maan liikkumavaran puitteissa tapahtuvat yhteiset finanssipoliittiset toimet ovat tärkeitä paitsi koko Euroopan myös





Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

Suomen omien taloudellisten etujen vuoksi. Jos koronakriisi heikentää Suomen vientiä, kotimainen finanssipolitiikka ei voi elvyttää sitä, mutta yhteinen eurooppalainen finanssipolitiikka voi.

Raha- ja finanssipolitiikka toimivat siis yhteen liian matalan inflaation oloissa. Johtuen nollakorkorajoitteesta ja epätavanomaiseen rahapolitiikan välineiden tehoon liittyvästä epävarmuudesta finanssipolitiikan tuki kevyelle rahapolitiikalle on myös keskuspankin tavoitteiden näkökulmasta toivottavaa. Raha- ja finanssipolitiikan koordinaatiostakin voi olla tällaisessa tilanteessa hyötyä. Keskuspankin itsenäisyyden näkökulmasta koordinaatiota rajoittaa kaksi seikkaa. Koordinaation tulee olla sopusoinnussa keskuspankin tavoitteiden ja mandaatin kanssa. Lisäksi koordinaatio on perusteltua vain silloin, kun sen tuloksia ei voida saavuttaa ilman tällaista koordinaatiota muilla talouspolitiikan keinoilla. Keskuspankillä on aina oikeus pidättäytyä toimien jatkamisesta mikäli ne rikkovat sen mandaattia.

Jo tähän mennessä toteutetut rahapolitiikan toimet ovat olleet vaikuttavia ja tarpeellisia. Maaliskuussa (18.3.) EKP:n neuvosto päätti lisätoimista koronakriisin taloudellisen vaikutusten hillitsemiseksi. Se päätti aloittaa uuden pandemiaan liittyvän arvopaperien osto-ohjelman (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Ohjelman puitteissa ostetaan joustavasti 750 miljardin euron edestä arvopapereita. Se kestää vuoden 2020 loppuun asti. Ostot kattavat samat arvopaperiluokat kuin nykyinen arvopaperien osto-ohjelma (APP). Myös Kreikan valtiolainoja voidaan ostaa.

EKP:n neuvosto kertoi selkeästi olevansa myös valmis muokkamaan arvopaperiostoihinsa liittyviä omistusrajoituksia ja tarvittaessa laajentamaan ohjelmaa. Tämän uuden osto-ohjelman lisäksi EKP:n neuvosto päätti 18.3. laajentaa yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa (CSPP) ostettavien arvopaperien joukkoa. Samalla neuvosto ilmoitti myös laajentavansa luotto-operaatioissaan hyväksyttäviä vakuuksia. Euroopan keskuspankin neuvosto on alleviivannut, että se tekee toimivaltansa puitteissa kaiken tarvittavan tukeakseen kaikkia alueen kansalaisia tässä vaikeassa tilanteessa – ”ilman



Pääjohtaja Olli Rehn

12.5.2020

SP/165/C11.2/2020

SP/FIVA-EI RAJOITETTU

Julkinen

rajoitteita”, kuten pääjohtaja Christine Lagarde on asian osuvasti ilmaissut.

EKP:n neuvosto täydensi 30.4. edellisiä päätöksiään keventämällä kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa suoritettavien operaatioiden ehtoja entisestään. Jos operaation ehdot täyttävä vastapuolen nettoluotonanto on suurempi kuin vertailukohtana käytetty nettoluotonanto, korko on kesäkuusta 2020 kesäkuuhun 2021 samalta ajanjaksolta laskettu keskimääräinen talletuskorko vähennettynä 50 peruspisteellä, mikä on alin eurojärjestelmän koskaan soveltama korko.

Lisäksi EKP:n neuvosto kevensi rahapolitiikkaa edelleen uudella pandemiaan liittyvällä kohdentamattomien pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjalla (PELTRO), jolla tuetaan euroalueen rahoitusjärjestelmän likviditeettiä ja ylläpidetään rahamarkkinoiden sujuvaa toimintaa varautumisjärjestelyn avulla.

PELTRO-operaatiot toteutetaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti, ja niiden korkona on kunkin operaation voimassaoloajalta laskettu perusrahoitusoperaatioiden keskikorko vähennettynä 25 peruspisteellä.

Olli Rehn  
johtokunnan puheenjohtaja  
Suomen Pankki