

Ordoliberalismilla ordoliberalismin yli – Euroopan keskuspankin kriisitoimien laillisuusarvion irtaantuminen rahapolitiikan todellisuudesta

Antti Ronkainen

Tiivistelmä – Euroopan keskuspankin (EKP) velkakirjaostot lopettivat eurokriisin, mutta herättivät samalla voimakasta vastustusta euromaiden keskuudessa. Vastustus oli voimakkainta Saksassa, jossa keskuspankkii-rit pelkäsivät EKP:n luopuvan Bundesbankin ordoliberalista perinteestä ja Saksan perustuslakituomioistu-
tuin (SPT) epäili EKP:n ylittäneen toimivaltansa. Euroopan unionin tuomioistuimien katsoi *Gauweiler*- ja *Weiss-
ennakkoratkaisuissaan* EKP:n toimineen sille annetun toimivallan puitteissa, minkä ansiosta EKP on kyennyt entisestään laajentamaan velkakirjaostojaan eurokriisin jälkeen. Artikkelissa tarkastellaan oikeudellista kiis-
taa EKP:n toimivallasta erilaisten rahapolitiikan ihanteiden kannalta. Vaikka velkakirjaostot tarkoittavat irti-
ottoa ordoliberalista hintavakauteen keskittyvästä rahapolitiikasta, EUT:n oikeuskäytännössä luotu linja vel-
kakirjaostojen laillisuuden arvioimisesta perustuu ordoliberalismin jatkuvuuden teeskentelyyn. Laillisuusarvio
perustuu erityisesti oletuksiin markkinahintojen ja markkinakurin kunnioittamisesta, vaikka velkakirjaos-
tojen myötä EKP:llä on entistä suurempi valta puuttua velkakirjojen hintoihin sekä päättää, kuinka paljon
markkinakuri vaikuttaa euromaiden rahoitusoloihin. Ennakkoratkaisut perustuvatkin niin kapeisiin käsityksiin
velkakirjaostojen ja rahoitusmarkkinoiden toiminnasta, että EUT:n oikeuskäytäntö on irtaantunut rahapo-
litiikan todellisuudesta. Kapean rahapolitiikan laillisuusarvion myötä EUT on sivuuttanut SPT:n kritiikit
velkakirjaostojen vaikutuksista EKP:n institutionaaliseen muodonmuutokseen ja laajemmin rahaliiton in-
tegration. Oikeudellisen kiistan historiallinen opetus on, ettei rahapolitiikan paradigmojen jatkuvuutta voida
taata tiukoillakaan oikeudellisilla säännöillä. Toisaalta EKP:n toimivallan oikeudellinen laajentaminen sisältää
lukuisia ristiriitaisuuksia ja avoimia kysymyksiä, jotka voivat muodostua poliittiseksi rajoitteeksi EKP:n vel-
kakirjaostoille tulevaisuudessa.

Asiasanat: ordoliberalismi, Euroopan keskuspankki, rahoitusmarkkinat,
rahapolitiikka, Saksan perustuslakituomioistuin



1. Johdanto

Euroopan talous- ja rahaliitto (EMU) perustuu sääntöpohjaiseen taloushallintaan, jota ohjaa-
vat ordoliberalit periaatteet talous- ja rahapolitiikasta.¹ Eurokriisissä näistä periaatteista jou-
duttiin osin luopumaan ja tulkitsemaan uudelleen, kun kriisimaille annettiin tukipaketteja ja
Euroopan keskuspankki (EKP) aloitti euromaiden poikkeukselliset tukitoimet.² EKP:n joh-
taja *Mario Draghin* lupaus kesällä 2012 ”kaikkensa tekemisestä euron pelastamiseksi” lopetti
eurokriisin, mutta samalla manööveri aiheutti voimakasta vastustusta EKP:n sisällä.³

Rahapolitiikkaa koskevat oikeusjutut ovat kansainvälisesti erittäin harvinaisia, eikä Euroo-
pan unionin tuomioistuin (EUT) ollut muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta joutunut
ottamaan kantaa rahaliittoon ennen eurokriisiä.⁴ Eurokriisin aikana euromaat sopivat tukipa-

1 McNamara 1998, Brunnermeier – James – Landau 2016.

2 Bastasin 2015, Hinarejos 2015.

3 “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro.” Mario Draghi, Verbatim of the re-
marks made at Global Investment Conference in London, EKP 26.7.2012: [ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/
sp120726.en.html](http://ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html); Sinn 2017.

keteista, vakausmekanismeista ja niin sanotun no-bailout-periaatteen uudelleentulkinnasta. Samalla EKP ryhtyi ostamaan euromaiden velkakirjoja poikkeuksellisella tavalla. Koska EKP:n mandaattia ei laajennettu osana kriisinhoitotoimenpiteitä, EKP:n velkakirjaostot nähtiin toimivallanylityksenä, minkä vuoksi niitä vastaan aloitettiin lukuisia oikeusprosesseja Saksassa. Saksan perustuslakituomioistuimen (SPT) epäili EKP:n ylittäneen mandaattinsa ja teki kaksi ennakkoratkaisupyyntöä EUT:lle, minkä johdosta EUT joutui keskelle poliittista kiistaa.⁵

EMU:n erityispiirteet tekivät EU-instituutioista keskeisiä toimijoita tässä oikeudellisessa kiistassa. EKP:n perussopimukseen kirjattua mandaattia⁶ on vaikeaa muuttaa, mikä tekee EUT:sta vaikutusvaltaisen toimijan toimivaltakiistoissa.⁷ Komissiolla on laajat resurssit ja väliintulo-oikeus kaikissa ennakkoratkaisuissa, mitä se myös aktiivisesti käyttää suojellakseen unionin oikeuden ensisijaisuutta.⁸ Lisäksi EKP:llä on kenties maailman itsenäisimpänä keskuspankkina laaja toimivalta määrittää oma strategia ja hintavakaustavoite sekä instrumentit näiden saavuttamiseksi, ja siten myös laaja oikeus tulkita mandaattiaan.⁹

Historiallisissa *Gauweiler*- ja *Weiss*-ratkaisuisaan EUT nojautui pääasiallisesti komission tarjoamiin laillisiin tulkintoihin ja EKP:n rahapolittiseen asiantuntemukseen ja se katsoi EKP:n toimineen mandaattinsa puitteissa, minkä myötä EKP:stä tuli ”uusi keskuspankki”.¹⁰ EKP:n institutionaaliseen muodonmuutokseen on suhtauduttu pääsääntöisesti kriittisesti, tulkiten sen ilmentävän esimerkiksi integraatiota takaoven kautta, demokratiavajetta sekä keskuspankkiin ja tuomareiden kasvavaa valtaa unionin integraatiosta.¹¹

Toisaalta EKP:n muodonmuutos liittyy finanssikriisin jälkeen keskuspankkien kasvaneeseen rooliin osana maailmantalouden hallintaa, mitä on alettu tutkimuskirjallisuudessa kutua ”keskuspankkikapitalismiksi”.¹² EKP on ottanut etäisyyttä ordoliberaliin perinteeseen, laajentanut eurokriisissä aloitettuja kriisitoimia koronapandemian aikana ja omaksunut esimerkiksi ilmastotavoitteet osaksi rahapoliittista strategiaa.¹³ Samaan aikaan muodonmuutosta on luonnehdittu hauraaksi ”teknokraattiseksi keynesiläisyydeksi” ja ”vallankumoukseksi ilman vallankumouksellisia”, koska uusia toimia harjoitetaan vanhan toimivaltakehikon puitteissa ilman että uusia tavoitteita kommunikoidaan avoimesti.¹⁴

EUT:n joutuminen keskelle poliittista kiistaa EKP:n kriisitoimista ilmentää erilaisia ihanteita rahapolitiikasta. EUT:n ennakkoratkaisuja on tutkittu laaja-alaisesti unionin oikeuden, legitimaation ja demokratian näkökulmasta, mutta niiden tarkempi analyysi rahapolitiikan paradigmaattisten ihanteiden kannalta on jäänyt vähemmälle huomiolle. Oikeuskiista EKP:n mandaattista tarjoaakin mielenkiintoisen tutkimusongelman: Millä tavoin Saksan perustuslakituomioistuimen ja Euroopan unionin tuomioistuimen näkemykset Euroopan keskuspankin velkakirjaostoista poikkeavat rahapolitiikan paradigmoista? Millä tavoin ennakkoratkaisuu-

4 Timberlake 2013; Case C-11/00 Commission v ECB, ECLI:EU:C:2003:395; C-27/04 Commission v Council, ECLI:EU:C:2004:436.

5 Van Der Sluis 2022.

6 SEUT: VIII Osasto talous- ja rahapolitiikka, 2. Luku: Rahapolitiikka sekä Pöytäkirja (N:o 4) EKP:n ja EKP:n perussäännöstä.

7 Davies 2016.

8 Leino-Sandberg 2021.

9 Borger 2022.

10 Ronkainen 2024; Beukers – Fromage – Monti 2022.

11 Héritier 2015; Scicluna – Auer 2019; Schmidt 2016.

12 Bowman ym. 2013; Mabbett – Schelle 2019; Fullweber 2021.

13 Quaglia – Verdun 2023; Bateman – van ‘t Klooster 2024.

14 van ‘t Klooster 2022; Gabor 2021.

pyynnöt ja niihin annetut vastaukset ilmentävät rahapolitiikan muodonmuutosta finanssikriisin jälkeen?

Tutkimusaineistona on SPT:n ennakkoratkaisupyynnöt, EKP:n kirjalliset vastaukset SPT:n esittämiin kysymyksiin sekä velkakirjaostoja koskevat päätökset ja dokumentit, komission väliintulot molemmissa ennakkoratkaisuissa sekä EUT:n *Gauweiler*- ja *Weiss*-ratkaisut. EKP:n vastaukset olen saanut tietopyynnöillä. Vuonna 2020 tekemäni tietopyynnön johdosta EKP luovutti vain vastaukset *Gauweiler*-ratkaisun osalta, mutta kieltäytyi antamasta *Weiss*-ratkaisua koskevaa aineistoa edes osittain, koska se olisi voinut paljastaa velkakirjaostojen ”strategiaan, valmisteluun ja täytäntöönpanoon” liittyviä yksityiskohtia, mikä olisi voinut johtaa ”väärintäyttyksiin EKP:n rahapolitiikasta”.¹⁵ EKP luovutti *Weiss*-ratkaisua koskevat vastaukset vasta vuonna 2023, kun tein uuden tietopyynnön ”Separation of powers for 21st century Europe” (SepaRope) -projektin puitteissa. Merkittävä osa dokumenteista oli kuitenkin edelleen sensuroitu.¹⁶ Viivyttely osoittaa, että EKP on haluton käymään julkista keskustelua velkakirjaostojensa oikeudellisesta oikeutuksesta, ja se katsoo näiden argumenttien olevan merkityksellisiä sen rahapolitiikan kannalta.¹⁷ Komission väliintulot on saatu niin ikään tietopyynnöillä.¹⁸

Aineistoa analysoidaan laadullisen sisällönanalyysin avulla, jolla tunnustetaan SPT:n, EKP:n, komission ja EUT:n erilaisia käsityksiä rahapolitiikasta ja velkakirjaostoista. Rajallisen tilan vuoksi tarkastelu rajataan koskemaan SEUT 123 artiklassa säädettyä keskuspankkirahoituksen kieltoa, jonka mukaan EKP ei saa rahoittaa euromaiden budjettialijäämiä. Analyysissä yhdistetään poliittisen talouden tutkimusperinnettä historialliseen institutionalismiin. Näin kiinnitetään huomiota EUT:n rahapolitiikkaa koskevan oikeuskäytännön sisältämiin jatkuvuuksiin ja polkurippuvuuksiin, sekä toisaalta taloudellisesti tarkoituksenmukaisena ja poliittisesti hyväksyttävänä pidettävien rahapolitiittisten itsestäänselvyyksien muutokseen.

Luku 2 kertoo oikeudellisen kiistan EKP:n mandaatista sisältäen SPT:n velkakirjaostoja kohtaan esittämät kritiikit sekä EUT:n *Gauweiler*- ja *Weiss*-ratkaisut. Luvussa 3 tarkastellaan EUT:n laillisuusarvion käsityksiä rahoitusmarkkinoista (3.1) sekä velkakirjaostojen rahapolitiittisista tarkoituksiperistä ja laajemmista poliittisista seurauksista (3.2). Luku 4 summaa löydökset. Artikkelin johtopäätös on, että EUT on valinnut velkakirjaostojen kapean laillisuusarvion, joka on irtaantunut rahapolitiikan todellisuudesta. Vaikka velkakirjaostot tarkoittavat EKP:n irtiottoa ordoliberaalista rahapolitiikasta, EUT:n oikeuskäytäntö velkakirjaostojen laillisuuden arvioimisesta perustuu nurinkuriseen oletukseen ordoliberaalien periaatteiden jatkuvuudesta. Oikeudellinen kiista osoittaa, ettei tiukoillakaan säännöillä voida taata rahapolitiikan paradigman jatkuvuutta. Toisaalta EKP:n suunnanmuutos on sekin hauras, sillä se vaikenee kriisitoimien tavoitteista ja laajemmista poliittisista seurauksista.

15 EKP, Schriftliche Erklärung in der Rechtssache C-62/14, 2014 (“OMT-vastaukset”); EKP, Reply to access to ECB documents request, LS/PS/2020/56, 19.10.2020.

16 EKP, Schriftliche Erklärung in der Rechtssache C-493/17, 2017 (“PSPP-vastaukset”).

17 Leino-Sandberg 2019.

18 Komissio, Schriftsatz zu dem Vorabentscheidungsersuchen C-62/14, 2014 (“OMT-väliintulo”); Komissio, Schriftsatz zu dem Vorabentscheidungsersuchen C-493/17, 2017 (“PSPP-väliintulo”).

2. Oikeudellinen kiista EKP:n velkakirjaostoista

2.1. EKP:n tiukan rahapoliittisen mandaatin saksalainen puolustus

Neuvoteltaessa yhteisvaluutan perustamisesta Saksan ehto D-markasta luopumiselle oli, että EKP:stä tehtäisiin Saksan *Bundesbankin* kopio.¹⁹ EKP:n mandaatti perustuu ensisijaiseen hintavakaustavoitteeseen (SEUT 127), itsenäisyyteen (SEUT 130) ja euromaiden rahoituskieltoon (SEUT 123). Muista keskuspankeista poiketen EKP:n tehtävä ei ole finanssivakauden ylläpito eikä toimiminen euromaiden viimekätisenä lainaajana (lender of last resort). EKP:n ensimmäisen pääekonomistin *Otmar Issingin* mukaan EKP:n tiukasti rajatun rahapoliittisen mandaatin tarkoitus oli varmistaa ”vakaa ja epäpoliittinen valuutta”.²⁰

Euromaat ovat vastuussa finanssipolitiikasta (SEUT 119), jota hallitaan markkinakurilla. Vakaus- ja kasvusopimus rajoittaa julkisvelan 60 prosenttiin ja alijäämät 3 prosenttiin suhteessa bruttokansantuotteeseen. Sen lisäksi, ettei EKP saa rahoittaa euromaiden alijäämiä eikä toimia niiden viimekätisenä lainaajana, jäsenmaat eivät saa niin sanotun no bailout -periaatteen vuoksi ottaa vastattavakseen toistensa velkoja (SEUT 125). Markkinakurin toimintaperiaatteen on tiivistänyt Suomen rahaliittoon liittymisen aikana valtiovarainministerinä toiminut *Sauli Niinistö*: “[n]äillä säännöillä haluttiin lisätä julkisen sektorin rahoittamiseen liittyviä riskejä siinä toivossa, että rahoitusmarkkinat ’rankaisisivat’ sellaista finanssipolitiikkaa, joka ei olisi kestäväällä pohjalla.”²¹ Oletuksena on, että rahoitusmarkkinoiden paine ohjaa jäsenmaat noudattamaan budjettikuria, mistä seuraa euromaiden talouksien yhdenmukaistuminen näiden julkis-talouden tavoitteiden ympärille.²²

Eurokriisissä nämä periaatteet loivat kuitenkin noidankehän, sillä finanssikriisin jälkeen rahoitusmarkkinat alkoivat pelätä euromaiden ajautumista konkurssiin. Euromaiden korot kasvoivat niin korkeiksi, että kriisimaiden oli mahdotonta selvittää veloistaan. Euromaat joutuivat luopumaan no bailout -periaatteesta: kriisimaille annettiin tukipaketteja ja markkinoiden rahoittamiseksi perustettiin ensin väliaikainen rahoitusvakausväline (European Financial Stability Facility, EFSF) ja sen jälkeen pysyvä vakausmekanismi (EVM). Kreikalle myönnetyn ensimmäisen tukipaketin yhteydessä EKP aloitti myös kriisimaiden velkakirjojen tukiotot toukokuussa 2010 arvopaperimarkkinaohjelmalla (Securities Markets Programme, SMP).²³ Euromaidet ja EKP:n tukitoimet olivat kuitenkin riittämättömiä, eivätkä ne onnistuneet estämään eurokriisin leviämistä ja Italian ja Espanjan korkojen kasvua. Eurokriisi lakkasi vasta, kun EKP julkaisi Draghin ”whatever it takes” -lupauksen lunastamiseksi syyskuussa 2012 ”Suorat rahapoliittiset kaupat” -nimisen ohjelman (Outright Monetary Transactions, OMT), jonka velkakirjaostoja ei oltu etukäteen rajoitettu.

EKP:n mukaan markkinat pelkäsivät rahaliiton hajoamista, mikä ilmeni perusteettoman korkeina korkoina ja jäsenmaiden välisinä korkoeroina (spread) sekä ennennäkemättömänä

¹⁹ Dyson – Featherstone 1999.

²⁰ Issing 2008.

²¹ Niinistö – Åkerholm 2006, s. 219.

²² Princen – Van Esch 2016.

²³ ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, EKP 10.5.2010: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

volatiliteettina rahoitusmarkkinoilla. EKP:n ”fragmentaatioksi” nimeämä rahoitusmarkkinoiden häiriö oli niin vakava, etteivät EKP:n rahapoliittiset päätökset enää välittyneet tehokkaasti euroalueelle.²⁴ Velkakirjaostojen tarkoitus oli vähentää ”fragmentaatiota” ja siten korjata ”rahapolitiikan välittymismekanismeja”, jotta EKP voisi suoriutua sille mandaatissa asetetusta hintavakausvelvoitteestaan.²⁵

Erityisesti Saksassa pelättiin velkakirjaostojen vesittävän rahaliiton talous- ja rahapoliittiset ordoliberaalit periaatteet. Ensiksi tukioست laskevat euromaiden korkoja, minkä on nähty vähentävän markkinakuria ja siten euromaiden painetta budjettikuriin. Toiseksi keskuspankki ottaa tukioستoilla tiukkaa hintavakausmandaattia laajemman roolin talouden vakauttamisesta, minkä on tulkittu vievän EKP:n finanssipolitiikan alueelle ja politisoivan keskuspankkiä. Kolmanneksi tukioستoista voi aiheutua velkojen laiminlyöntien seurauksena tappioita EKP:lle, mikä voi johtaa tulonsiirtoihin jäsenmaiden välillä. Saksalaiset keskuspankkiirit ovat kritisoineet näkyvästi velkakirjaostoja edellä esitetyn argumentein niiden aloittamisesta lähtien: Bundesbankin johtaja *Axel Weber*, EKP:n pääekonomisti *Jürgen Stark* ja EKP:n neuvoston jäsen *Sabine Lautenschläger* erosivat kaikki vastalauseena, minkä lisäksi Bundesbankin johtaja *Jens Weidmann* äänesti ja todisti OMT-ohjelmaa vastaan.²⁶

Lisäksi yli 11 000 saksalaista allekirjoitti kanteen OMT-ohjelmaa vastaan, minkä seurauksena SPT pyysi historiallisesti ennakkoratkaisun ohjelman laillisuudesta. Ennakkoratkaisupyyntönsään SPT epäili velkakirjaostojen ylittävän merkittävien taloudellisten vaikutusten vuoksi EKP:n tiukasti rahapolitiikkaan rajatun mandaatin sekä rikkovan SEUT 123 artiklassa säädettyä keskuspankkirahoituksen kieltoa.²⁷ Näiden periaatteiden rikkominen olisi voinut loukata Saksan kansalaisten demokraattisia oikeuksia (*ultra vires*), minkä seurauksena SPT olisi voinut kieltää Bundesbankin osallistumisen OMT-ohjelmaan johtaen rahaliiton osittaiseen hajoamiseen.

Oikeudellisen kiistan tarkastelu koskee ainoastaan keskuspankkirahoituksen kieltoa. SEUT 123 kieltää ensimarkkinaostot eli velkakirjojen ostamisen euromailta sekä tilinylitysoikeudet ja luottojärjestelyt euromaiden hyväksi. Vaikka artikla ei määrittele keskuspankkirahoitusta, näiden rajoitusten on tulkittu kieltävän EKP:ltä euromaiden budjettialijäämien rahoittamisen. SPT:n mukaan OMT rikkoo keskuspankkirahoituksen kieltoa, sillä velkakirjaostot puuttuvat velkakirjojen vapaaseen hinnanmuodostukseen, minkä lisäksi velkakirjaostot jälkimarkkinoilla, ostettujen velkakirjojen säilyttäminen niiden erääntymiseen saakka sekä mahdolliset velkajärjestelyt vastaavat taloudellisilta vaikutuksiltaan euromaiden velkakirjojen ostamista suoraan ensimarkkinoilta, minkä SEUT 123 eksplisiittisesti kieltää.²⁸

24 Mario Draghi, Press conference, EKP 6.9.2012: https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2012/html/is120906.en.html.

25 Technical features of Outright Monetary Transactions, EKP 6.9.2012: ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

26 German Central Bank Head Axel Weber Resigns, Spiegel International 11.2.2011: spiegel.de/international/germany/merkel-ecb-candidate-german-central-bank-head-axel-weber-resigns-a-745083.html; Stark: ”EZB bewegt sich außerhalb ihres Mandats”, Die Presse 22.9.2012: diepresse.com/1293077/stark-etz-bewegt-sich-ausserhalb-ihres-mandats; Jens Weidmann, Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB, Bundesbank 11.6.2013: bundesbank.de/de/presse/stellungnahmen/eingangserklaerung-anlaesslich-der-muendlichen-verhandlung-im-hauptsacheverfahren-esm-etz-b-662878; ECB hawk Lautenschlaeger resigns amid policy backlash, Reuters 25.9.2019: reuters.com/article/business/ecb-hawk-lautenschlaeger-resigns-amid-policy-backlash-idUSKBN1WA2OG.

27 Order of the Second Senate of 14 January 2014 – 2 BvR 2728/13 (jatkoissa ”OMT-pyyntö”).

28 OMT-pyyntö 84–94.

SPT tyrmäsi ohjelman rahapoliittisen oikeutuksen ”rahapolitiikan välittymismekanismin korjaamisesta” toteamalla, ettei EKP:llä voi olla kykyä erottaa toisistaan rationaalista ja irrationaalista markkinahinnoittelua velkakriisien aikana.²⁹ SPT:n mukaan ohjelman tarkoitus oli sen sijaan viestiä markkinatoimijoille, että EKP tulisi tarpeen vaatiessa toimimaan kriisimaiden viimekätisenä lainaajana (lender of last resort).³⁰

2.2. Gauweiler: keskuspankkirahoituksen kiellon teleologinen tulkinta

Komissio tarjosi väliintulossaan EU-tuomioistuimelle oikeudellisen kehikon, jolla arvioida velkakirjaostojen yhdenmukaisuutta keskuspankkirahoituksen kiellon kanssa.

Koska SEUT 123 kieltää ensimarkkinaostot, komission mukaan EKP voi ostaa velkakirjoja jälkimarkkinoilta, kunhan ostoilla ei ole samaa taloudellista vaikutusta kuin velkakirjojen suorilla ostoilla jäsenmailta.³¹ Tällainen tilanne voisi syntyä, jos ostot estäisivät velkakirjojen vapaan hinnanmuodostuksen ensimarkkinoilla.³²

Toiseksi komissio tarjosi *Pringle*n perusteella teleologisen tulkinnan, jonka mukaan SEUT 123 artiklan tarkoituksena on ainoastaan varmistaa, että euromaiden rahoitus oli alistettu rahoitusmarkkinoiden logiikalle.³³ Komission mukaan rahoitus on alisteista markkinoiden logiikalle, kunhan EKP varmistaa velkakirjaostojen yhteydessä, ettei rahoitusvaikeuksiin ajautunut jäsenmaa voi turvautua EKP:n rahoitustukeen vaan sen on hankittava rahoituksensa markkinoilta.³⁴ Komission mukaan OMT ei rikkonut näitä periaatteita, sillä EKP oli huolehtinut, että velkakirjoille muodostuu markkinahinta ja euromaiden rahoitus säilyy alisteisena markkinoiden logiikalle.³⁵

EUT antoi 2015 *Gauweiler*-ratkaisun, jossa se komission tulkintaa seuraten asetti kaksi ehtoa velkakirjaostojen laillisuudelle.³⁶

Ensiksi, velkakirjoja voidaan ostaa jälkimarkkinoilta, kunhan ostoilla ei ole taloudellisesti yhtäläistä vaikutusta ensimarkkinaostojen kanssa. Komissiosta poiketen EUT ei kuitenkaan korosta markkinahintojen tärkeyttä. Sen sijaan EUT linjasi, että vaikutus voisi olla yhtäläinen, mikäli euromaiden velkakirjojen mahdolliset ostajat ensimarkkinoilla tietäisivät varmasti EKP:n ostojen ajoituksen ja laajuuden jälkimarkkinoilla, mikä mahdollistaisi niille toimimisen EKP:n ja jäsenmaiden välikäsinä.³⁷

²⁹ OMT-pyyntö, 95–98.

³⁰ OMT-pyyntö, 94

³¹ OMT-väliintulo, 111–112

³² OMT-väliintulo, 113

³³ OMT-väliintulo, 114. EUT oli linjannut Euroopan vakausmekanismin (EVM) perustamisen laillisuutta arvioineessa *Pringle*-ratkaisussa, että no bailout -periaatteen (SEUT 125) tarkoituksena ei ollut kieltää kaikkea rahoitusapua jäsenmaille vaan ainoastaan varmistaa, että ne hakevat rahoituksensa markkinoilta ja siten noudattavat tervettä finanssipolitiikkaa. Julkisiasiamies Juliane Kokottin ratkaisuehdotuksen perusteella juuri komissio oli alun perin tarjonnut tämän teleologisen tulkinnan SEUT 125 artiklan tarkoituksesta vedoten Maastrichtin sopimuksen valmisteluasiakirjoihin. Ks. tarkemmin: C-370/12 *Pringle*, ECLI:EU:C:2012:756, 135 & Julkisiasiamiehen Juliane Kokottin kannanotto, C-370/12 *Pringle*, ECLI:EU:C:2012:675, 128.

³⁴ OMT-väliintulo, 115

³⁵ OMT-väliintulo, 166, kohta 2.

³⁶ C-62/14 *Gauweiler and Others*, ECLI:EU:C:2015:400 (“*Gauweiler*”).

³⁷ *Gauweiler*, 97, 104

Toiseksi, EUT:n mukaan SEUT 123 artikla kieltää ”kaikenlaisen rahoitusavun jäsenvaltioille”³⁸, mutta se täsmensi komission ehdotuksen mukaisesti, että artiklan tarkoitus on varsinaisen keskuspankkirahoituksen kiellon sijaan ”kannustaa jäsenvaltioita noudattamaan ”tervettä finanssipolitiikkaa””.³⁹ EUT:n mukaan velkakirjaostot eivät vähennä näitä kannusteita, jos euromaiden on hankittava rahoituksensa markkinoilta, eivätkä ne voi finanssipolitiikkaa määrittäessään luottaa EKP:n velkakirjaostojen jatkumiseen.⁴⁰

Kuten komissio oli ehdottanut, EUT edellytti EKP:n asettavan riittävät takeet, jotta velkakirjaostot eivät riko näitä kahta periaatetta.⁴¹ Komission ja EKP:n vastauksiin nojautuen EUT katsoi, että OMT:n takeet olivat riittävät.

OMT-ostoilla jälkemarkkinoilta ei ole yhtäläisiä vaikutuksia kuin velkakirjojen ostamisella suoraan jäsenmailta, koska EKP päättää itsenäisesti ostojen laajuudesta ja lopettamisesta, se ei ilmoita ostojen ajankohtaa tai laajuutta etukäteen, minkä lisäksi se pitää velkakirjojen ostoja ja liikkeellelaskun välillä vähimmäisajan (niin sanottu blackout-jakso).⁴²

EUT:n mukaan OMT ei vähennä euromaiden kannusteita terveeseen finanssipolitiikkaan, koska ostot tehdään puhtaasti rahapoliittisin perustein, ostoilla ei harmonisoida euroalueen korkokantoja, eivätkä jäsenvaltiot voi luottaa velkakirjaostojen jatkumiseen suunnitellessaan finanssipolitiikkaa.⁴³ Ostettavien velkakirjojen rajoittaminen 1–3 vuoden maturiteetteihin vähentää entisestään vaikutusta rahoitusoloihin, minkä lisäksi OMT-ohjelman ehdollisuus EVM:n tai EFSF:n edellyttämille sopeutusohjelmille varmistaa kriisimaiden budjettikurin ja rakenneuudistukset.⁴⁴ Viimeiseksi EKP voi myös keskeyttää ostot tai myydä jo ostamiaan velkakirjoja, mikäli se havaitsee maiden pyrkivän hyötymään tukistoista finanssipoliittisesti.⁴⁵

Näin ollen EUT katsoi, että OMT ei rikkonut keskuspankkirahoituksen kieltoa.

2.3. Weiss: Gauweilerissa hyväksytyjen ehtojen löysäminen

EKP julkaisi alkuvuodesta 2015 uuden omaisuuserien osto-ohjelman (Asset Purchase Programme, APP), johon kuului yksityisten arvopaperien osto-ohjelmien lisäksi julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma (Public Sector Purchase Programme, PSPP).⁴⁶ APP on niin sanottu määrällisen keventämisen (Quantitative Easing, QE) ohjelma, joita muut keskuspankit ottivat käyttöön heti finanssikriisin jälkeen deflaation torjumiseksi.⁴⁷ QE tarjoaa rahapoliittista elvytystä tilanteessa, jossa perinteiset ohjauskorot ovat jo lähellä nollaa. Keskuspankkien mukaan velkakirjaostot laskevat pitkien lainojen korkoja sekä valuutan ulkoista arvoa, minkä

38 Gauweiler, 95.

39 Gauweiler, 95 & 100. Gauweiler-ratkaisun suomennoksessa käytetään ilmaisua ”tervettä budjettipolitiikkaa”, mutta Pringle- ja Weiss-ratkaisujen suomennoksissa viitataan ”terveeseen finanssipolitiikkaan”. Selvyden vuoksi artikkelissa käytetään ilmaisua terve finanssipolitiikka.

40 Gauweiler, 113–114.

41 Gauweiler, 102.

42 Gauweiler, 106.

43 Gauweiler, 112–114.

44 Gauweiler, 116, 120.

45 Gauweiler, 117.

46 FAQ on the Public Sector Purchase Programme, EKP 9.8.2023: ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/ecb.faq_pspp.en.html.

47 Borio – Disyatat 2010.

toivotaan kiihdyttävän kulutusta, taloudellista aktiivisuutta ja inflaatiota. Kun pelkkä ilmoitus OMT-ohjelmasta oli rauhoittanut markkinat ilman että ainoatakaan kriisimaiden velkakirjaa tarvitsi ostaa, EKP on ostanut PSPP-ohjelman puitteissa velkakirjoja melkein 3 000 miljardilla eurolla.⁴⁸

SPT hyväksyi EUT:n *Gauweiler*-ratkaisun, eikä kieltänyt Bundesbankin osallistumista OMT-ohjelmaan. Samalla se kuitenkin tulkitsi PSPP:n rikkovan *Gauweilerissa* luotua oikeuskäytäntöä ja pyysi EUT:lta uuden ennakkoratkaisun.⁴⁹ SPT:n mukaan *Gauweilerissa* hyväksytyt takeet asettivat minimiehdot keskuspankkirahoituksen kiellon kunnioittamiselle.⁵⁰ PSPP poikkeaa merkittävästi OMT-ohjelmasta, sillä EKP ostaa PSPP-ohjelman puitteissa kaikkien kelpoisuusvaatimukset täyttävien euromaiden 1–30 vuoden velkakirjoja. Ostot eivät ole ehdollisia EVM/EFSF-sopeutusohjelmalle, minkä lisäksi EKP ilmoittaa kuukausittaiset ostojen määrät ja ohjelman keston etukäteen. SPT:n mukaan näiden erojen vuoksi PSPP parantaa merkittävästi jäsenmaiden rahoitusoloja ja vähentää markkinakuria, minkä lisäksi markkinatoimijat voivat päätellä EKP:n ostokäyttäytymisen tarkasti ennalta kerrottujen tietojen pohjalta.⁵¹ SPT:n mukaan ostettujen velkakirjojen hallussapito eräänymiseen saakka sekä niiden ostaminen negatiivisella korolla heikentävät edelleen markkinakuria, minkä lisäksi SPT epäili mahdollisten tappioiden johtavan riskinjakoon euromaiden välillä.⁵² Näiden seikkojen vuoksi SPT katsoi PSPP:n rikkovan molempia *Gauweilerissa* asetettuja ehtoja velkakirjaostoille ja siten olevan myös keskuspankkirahoituksen kiellon vastainen.

Komissio vastasi väliintulossaan, että SPT oli ymmärtänyt väärin *Gauweilerissa* luodun oikeuskäytännön, sillä OMT ja PSPP olivat tarkoitukseltaan erilaisia rahapolitiittisia ohjelmia.⁵³ Komission mukaan OMT:n osalta riittäväksi katsottujen takeiden puuttuminen luonteeltaan erilaisesta osto-ohjelmasta ei tarkoita automaattisesti keskuspankkirahoituksen kiellon rikkomista vaan takeiden riittävyyttä tulee arvioida suhteessa osto-ohjelmien erilaisiin rahapolitiittisiin tavoitteisiin.⁵⁴ Takeet voivat siten vaihdella ohjelmien välillä, kunhan EKP varmistaa *Gauweilerissa* asetetun mukaisesti, etteivät markkinatoimijat voi toimia jäsenmaiden ja EKP:n välissä, eivätkä ostot vähennä kannusteita terveeseen finanssipolitiikkaan.⁵⁵ EKP:n mukaan sillä itsellään tuli olla riittävästi harkintavaltaa arvioida ostojen rahapolitiittista tehokkuutta suhteessa keskuspankkirahoituksen kiellon asetettuihin tavoitteisiin ja EUT:n tuli arvioida ainoastaan takeiden kokonaisuuden riittävyyttä.⁵⁶

EUT nojautui *Weiss*-ratkaisussa komission ja EKP:n tulkintaan takeiden riittävydestä.⁵⁷ EUT:n mukaan *Gauweilerissa* hyväksytyt takeet OMT-ohjelman osalta eivät aseta minimistandardeja keskuspankkirahoituksen kiellon kunnioittamiselle, koska takeiden riittävyys riippuu ”sekä tarkasteltavan ohjelman ominaispiirteistä että kyseisen ohjelman hyväksymiseen ja täy-

48 Asset purchase programmes, APP cumulative net purchases, by programme, EKP: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/index.en.html#pspp>.

49 Order of the Second Senate of 18 July 2017 – 2 BvR 859/15 (“PSPP-pyyntö”).

50 PSPP-pyyntö, 79.

51 PSPP-pyyntö, 77–92.

52 PSPP-pyyntö, 96–99; 130–131.

53 PSPP-väliintulo, 68–69;

54 PSPP-väliintulo, 67.

55 PSPP-väliintulo, 70–71.

56 PSPP-vastaukset, 56.

57 C-493/17 Weiss and Others, ECLI:EU:C:2018:100 (“Weiss”).

täntöönpanoon liittyvästä taloudellisesta asiayhteydestä”.⁵⁸ Siten oli tarkasteltava, onko jälkimarkkinaostoilla yhtäläinen vaikutus kuin ensimarkkinaostoilla ja vähentävätkö ostot kannusteita terveeseen finanssipolitiikkaan.

Gauweilerin mukaan yhtäläinen vaikutus voisi syntyä, mikäli velkakirjojen ostajat ensimarkkinoilla voisivat olla EKP:n jälkimarkkinaostoista niin varmoja, että ne voisivat toimia EKP:n ja jäsenmaiden välikäsinä. Käytännössä EUT luopui OMT:n osalta hyväksytystä takeesta, ettei EKP saa kertoa ostoistaan etukäteen. Vaikka EKP kertoo PSPP-ohjelman puitteissa etukäteen kuukausittaisen ostojen määrän ja niiden jakautumisen kansallisten keskuspankkien välillä, EUT katsoi, että muutamien päivien mittainen blackout-jakso, ostoille asetetut erilaiset omistusrajoitukset ja mahdollisuus poiketa etukäteen kerrotuista ostoista riittää estämään ”sellaisen varmuuden syntymisen”, joka mahdollistaisi toimimisen EKP:n ja euromaiden välikäsinä.⁵⁹

Lisäksi EUT määritteli *Gauweilerissa* asetettua finanssipolitiikan kannusteita koskevaa ehtoa tarkemmin. EUT linjasi, että vaikka PSPP helpottaa ”jossain määrin” euromaiden rahoitusoloja ja jäsenmaat tietäisivät ostojen jatkuvan lähitulevaisuudessa, velkakirjaostojen suorat vaikutukset jäsenmaiden rahoitusoloihin eivät vaikuta finanssipolitiikan kannusteisiin. Sen sijaan kannusteet finanssipolitiikkaan voisivat vähentyä, jos jäsenmaille muodostuisi sellainen varmuus velkakirjaostojen jatkumisesta, että niiden ei tarvitsisi finanssipolitiikkaa suunnitellessaan miettiä rahoituksen hakemista markkinoilta. EUT:n mukaan PSPP-ohjelman rahapolitiittinen luonne, väliaikaisuus, omistusrajoitukset ja mahdollisuus ostettujen velkakirjojen myyntiin varmistavat, että jäsenmaiden on haettava rahoituksensa viime kädessä markkinoilta.⁶⁰

Näin ollen PSPP ei vähennä kannusteita terveeseen finanssipolitiikkaan, eikä ohjelma siten ole SEUT 123 artiklassa säädetyn keskuspankkirahoituksen kiellon vastainen.

3. EUT:n velkakirjaostojen kapea laillisuusarviointi

3.1. Puutteellinen käsitys rahoitusmarkkinoista

Edellä kuvattu oikeuskäytäntö perustuu suppeisiin käsityksiin rahoitusmarkkinoiden toiminnasta, minkä lisäksi se jättää huomioimatta velkakirjaostojen vaikutuksen euromaiden rahoitusoloihin.

Koska SEUT 123 artikla kieltää velkakirjojen suorat ostot ensimarkkinoilta, EUT määritteli, että jälkimarkkinaostot eivät vastaa taloudellisilta vaikutuksiltaan ensimarkkinaostoja niin kauan kuin markkinatoimijat eivät voi toimia ”välikäsinä” EKP:n ja euromaiden välillä. Oikeudellinen argumentti perustuu oletukseen markkinatoimijoiden epävarmuudesta, jonka seurauksena ne eivät voi tietää EKP:n ostamien velkakirjojen tarkkoja määriä tai ajankohtia. Velkakirjojen ensimarkkinat, joilta valtiot hankkivat rahoitusta, ovat voimakkaasti keskittyneet. Suuret institutionaaliset sijoittajat (esimerkiksi eläkerahastot, vakuutusyhtiöt, sijoitusrahastot ja pankit), jotka hankkivat valtioiden liikkeelle laskemia velkakirjoja ensimarkkinoilta, ovat kuitenkin

58 Weiss, 108.

59 Weiss, 128, tarkemmat perustelut Weiss, 112–127.

60 Weiss, 130–144.

samoja toimijoita, jotka myyvät velkakirjoja jälkimarkkinoilla EKP:lle. Näin ollen ensimarkkinatoimijat ovat jo lähtökohtaisesti EKP:n ja euromaiden välikäsiä.

Koska velkakirjojen ostajilla on laillinen oikeus tietää sekä velkakirjan liikkeellelaskun ajankohta ensimarkkinoilla että sen ostamisen ajankohta jälkimarkkinoilla, he ovat EUT:n riittäviksi katsomista takeista (tärkeimpinä muutamien päivien mittainen blackout-jakso ja rajoitettu tiedonjulkistus ostoista) huolimatta ainoat toimijat, jotka voivat euromaiden ja EKP:n kanssa käymänsä kaupan perusteella nähdä tarkasti EKP:n ostokäyttäytymisen. Vaikka nämä toimijat eivät voi ennakoita varmasti EKP:n yksittäisiä velkakirjaostoja tulevaisuudessa, oikeuskäytännön edellyttämä ”mikrotaloudellinen” epävarmuus ei riitä takaamaan, etteivätkö ne voisi hahmottaa EKP:n ostokäyttäytymistä hyvinkin tarkasti, minkä perusteella ne puolestaan voivat toimia EKP:n ja euromaiden tosiasiallisina välikäsinä.

Lisäksi PSPP-ohjelman suhteen epävarmuus on hyvin näennäistä, sillä EKP ilmoittaa kuukausittaisten ostojen määrät etukäteen ja niiden jakautumisen kansallisten keskuspankkien välillä, mistä voidaan päätellä maakohtaiset kuukausittaiset ostomäärät. EKP:n toteamus, että se voi poiketa näistä ilmoitetuista ostomääristä, ei ole kovin uskottava epävarmuuden luomiseksi, koska se on samaan aikaan kertonut, että etukäteinen tiedottaminen ostoista parantaa PSPP-ohjelman rahapolitiittista tehokkuutta.

EUT:n puutteellinen käsitys rahoitusmarkkinoiden toiminnasta käy selkeimmin ilmi siitä, että se tarkastelee velkakirjaostojen laillisuutta ainoastaan toteutuneiden ostojen kannalta. Jos markkinatoimijat ylipäätään tietävät EKP:n valmiudesta ostaa velkakirjoja, ne myös tietävät voivansa myydä ensimarkkinoilta ostamansa velkakirjat eteenpäin jälkimarkkinoilla, minkä seurauksena velkakirjojen ostoon sisältyvä riski ja euromailta pyydyttävä riskipreemio pienenevät. Kriisimaiden korot lähtivät laskuun heti Draghin “whatever it takes” -lupauksen jälkeen jo ennen OMT-ohjelman julkaisemista, koska markkinat tiesivät EKP:n olevan valmis ostamaan velkakirjoja. Vastaavasti korot lähtivät nousuun koronapandemian alkaessa, kun EKP:n johtaja *Christine Lagarde* totesi sinänsä oikeudellisessa mielessä korrektisti, että EKP:n tehtävänä ei ole pienentää euromaiden korkoeroja.⁶¹ Markkinat epäilivät EKP:n valmiutta ostaa velkakirjoja koronapandemian oloissa ja rauhoittuivat vasta, kun EKP päätti erillisessä hätäkokouksessa uudesta pandemiaan liittyvästä osto-ohjelmasta (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP).⁶² Vaikka markkinatoimijat eivät siis tietäisi etukäteen EUT:n tarkoittamalla tavalla ostettavien velkakirjojen tarkkoja määriä ja ajankohtia, jo pelkkä tieto mahdollisista ostoista kannustaa ostamaan velkakirjoja ja epävarmuus vähentämään ostoja.

Toiseksi EUT:n teleologinen tulkinta SEUT 123 artiklan tarkoituksesta sivuuttaa velkakirjaostojen vaikutukset euromaiden rahoitusoloihin, mikä on oleellinen tieto keskuspankkirahoituksen kiellon mahdollisen rikkomisen arvioinnin kannalta.

Lupaus OMT:stä ja vajaan 3 000 miljardin euron suuruiset PSPP-ostot ovat alentaneet merkittävästi jäsenmaiden korkoja ja löysänneet siten budjettikuria. Lisäksi jäsenmaat eivät käytännössä maksa EKP:n taseessa olevista velkakirjoista korkoa, vaikka ne lyhentävätkin velkojaan keskuspankeilleen. Koska keskuspankit eivät kuitenkaan tee voittoa, ne palauttavat te-

61 “[W]e are not here to close spreads. This is not the function or the mission of the ECB.” Christine Lagarde, Press conference, EKP 12.3.2020: [ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html).

kemänsä voitot valtiovarainministeriöille kulujensa kattamisen jälkeen.⁶³ Lisäksi negatiivisella korolla ostettavat velkakirjat ovat suora tulonsiirto keskuspankilta jäsenmaille, sillä keskuspankki maksaa negatiivisen koron jäsenmaille.

EUT:n mukaan nämä ilmeiset vaikutukset jäsenmaiden rahoitusoloihin eivät kuitenkaan riko EKP:n keskuspankkirahoituksen kieltoa, sillä ne eivät sen mukaan vähennä kannusteita terveeseen finanssipolitiikkaan. Kannusteet heikkenevät ainoastaan, mikäli velkakirjaostoista syntyisi sellainen varmuus, että euromaat ”voisivat valita sellaisen finanssipolitiikan, jossa ei oteta huomioon sitä, että niiden on alijäämätilanteessa hankittava rahoitusta markkinoilta”.⁶⁴ Koska EUT:n mukaan jäsenmaiden rahoitus on alisteista finanssimarkkinoille niin kauan kuin EKP ostaa velkakirjoja rahapolitiittisin perustein ja ostot ovat väliaikaisia, kannusteet terveeseen finanssipolitiikkaan heikkenisivät ainoastaan mikäli EKP ilmoittaisi julkisesti rahoittavansa euromaiden alijäämiä. Teleologisen tulkinnan myötä EUT onkin määritellyt keskuspankkirahoituksen kiellon rikkomisen niin laveasti, että se on käytännössä luovuttanut oikeutensa suorittaa velkakirjaostojen laillisuusarviointia EKP:lle itselleen.

Lisäksi tosiasiallisten velkakirjaostojen ”väliaikaisuuden” korostaminen vähättelee velkakirjaostojen vaikutusta jäsenmaiden rahoitusoloihin. Sen lisäksi, että velkakirjaostot ovat vaikuttaneet suoraan ja epäsuoraan euromaiden rahoitusoloihin jo yli 10 vuoden ajan, vaikutukset jatkuvat niin kauan kuin EKP:n taseessa on merkittävä määrä velkakirjoja. EKP lopetti uusien velkakirjojen ostamisen kesällä 2022 ja on antanut taseensa laskea kesästä 2023 lähtien. Artikkelin kirjoittamisen hetkellä PSPP-omistukset ovat noin 2 200 miljardia euroa, joiden puhdistaminen taseesta nykyisellä noin 30 miljardin euron kuukausitahdilla kestäisi vajaat 6 vuotta.⁶⁵ Koronapandemian aikana EKP osti velkakirjoja 1 600 miljardilla, joiden puhdistus 11 miljardin kuukausitahdilla veisi noin 9,5 vuotta.⁶⁶ Ylipäättään on epätodennäköistä, että EKP saisi puhdistettua taseensa eurokriisiä edeltäneelle tasolle, joten velkakirjaostojen ”väliaikaisuuden” korostaminen tuo esiin, ettei EUT arvioi kokonaisvaltaisesti velkakirjaostojen vaikutusta jäsenmaiden rahoitusoloihin.

Viimeiseksi, EUT:n puutteellinen käsitys velkakirjaostojen toiminnasta käy ilmi sen omasta linjauksesta, joka rajoittaa EKP:n kykyä ostaa velkakirjoja tulevaisuudessa.

PSPP-ohjelman alkaessa EKP asetti itselleen rajoitteen, jonka mukaan kansalliset keskuspankit voivat omistaa kaikkien velkakirjaosto-ohjelmien puitteissa maksimissaan 33 prosenttiin liikkeelle lasketuista velkakirjoista. Rajoituksen oli määrä varmistaa, että EKP:stä ei tulisi euromaiden hallitseva velkoja, eikä velkakirjojen hinnanmuodostus häiriintyisi.⁶⁷ EUT ei ottanut kantaa hinnanmuodostukseen, mutta linjasi *Weiss*-ratkaisussa, että EKP ei saa omistaa yli

62 ECB announces 750 billion euro's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), EKP 18.3.2020: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html.

63 EKP ja kansalliset keskuspankit ovat tehneet inflaation nousua ja nostettuaan korkoja merkittäviä tappioita, jolloin ne eivät myöskään ole voineet palauttaa rahoja valtiovarainministeriöille, mutta jäsenmaat ovat saaneet suurimman osan ajasta maksemiensa velkojen korot takaisin. ECB makes first loss since 2004 due to higher interest costs, Financial Times 22.2.2024: [ft.com/content/735ec122-15f6-4ccc-9ec2-c2d93a8f95bf](https://www.ft.com/content/735ec122-15f6-4ccc-9ec2-c2d93a8f95bf).

64 Weiss, 132.

65 Eurosystem holdings under the asset purchase programme, EKP lokakuu 2024: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html#pspp>.

66 Eurosystem holdings under the pandemic emergency purchase programme, EKP lokakuu 2024: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/pepp/html/index.en.html>.

67 FAQ on the public sector purchase programme: Limits and risks, EKP 9.8.2023: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/ecb.faq_pssp.en.html.

50 prosenttia liikkeelle lasketuista velkakirjoista, koska tämän jälkeen jäsenmaiden rahoitus ei olisi enää rahoitusmarkkinoiden varassa.⁶⁸

Koronapandemian myötä EKP:n omistukset nousivat yli 33 prosentin ja ylittivät jossain maissa jopa EUT:n asettaman 50 prosentin rajan.⁶⁹ EKP on ratkaissut ongelman sulkemalla PEPP-ohjelman omistusrajoitusten ulkopuolelle.⁷⁰ EUT:n olisikin täsmennettävä mahdollisissa tulevissa ennakkoratkaisuissa, paljonko EKP voi omistaa velkakirjoja. Jos EUT linjaisi *Weissin* mukaisesti, että EKP voi omistaa korkeintaan 50 prosenttia velkakirjoista, EKP:n kyky ostaa velkakirjoja tulevaisuudessa laskisi merkittävästi, mikä heijastuisi markkinoille korkeampina korkoina. Enemmistöomistuksen hyväksyminen puolestaan murentaisi EUT:n oman oikeuskäytännön uskottavuuden, sillä *Gauweiler* ja *Weiss* perustuvat oikeudelliseen argumenttiin, että enemmistöomistus rikkoisi keskuspankkirahoituksen kieltoa.

3.2. Puutteellinen käsitys velkakirjaostojen tarkoitusperistä ja poliittisista seurauksista

Vaikka EUT:n perussääntö mahdollistaa ulkopuolisten asiantuntijoiden kuulemisen⁷¹, EUT luotti rahapolitiikan sisältöihin liittyvissä kysymyksissä täysin EKP:n asiantuntijuuteen. EUT vastasi SPT:lle, ettei EKP:n päätösten riitauttaminen riitä kyseenalaistamaan EKP:n asiantuntemusta, sillä rahapolitiikkaan liittyy mielipide-eroja.⁷² Vaikka EUT edellytti EKP:n päätöksenteon perustuvan mahdollisimman huolelliseen taloudelliseen arviointiin⁷³, se ei itse arvioinut EKP:n esittämiä argumentteja velkakirjaostoista kovinkaan huolellisesti. Tämä ilmenee tutkimuskirjallisuuden sivuuttamisena velkakirjaostojen laajemmista vaikutuksista rahaliiton integraatiolle.

EUT hyväksyi *Gauweilerissa* EKP:n esittämän perustelun, että OMT:n tarkoituksena on korjata rahapolitiikan välittymismekanismia hintavakauden ylläpitämiseksi.⁷⁴ Argumentin mukaan velkakirjaostot eivät auta jäsenmaita vaan ainoastaan korjaavat irrationaalisesti muodostuneita velkakirjojen hintoja, jotka puolestaan häiritsevät EKP:n rahapolitiikan harjoittamista. SPT:n lisäksi lukuisat asiantuntijat olivat esittäneet, että OMT-ohjelman myötä EKP alkoi käytännössä toimia kriisimaiden viimekätisenä lainaajana (lender of last resort).⁷⁵ Sivuttamalla nämä puheenvuorot EUT hyväksyi EKP:n institutionaalisen muodonmuutoksen pohtimatta muodonmuutoksen poliittisia seurauksia. Muilta keskuspankeilta ei ole kielletty toimimista viimekätisenä lainaajana, eivätkä ne ole julkaisseet OMT:n kaltaisia ohjelmia.

EKP:n perusteluihin nojaten EUT myös linjasi, että PSPP oli tehokas QE-ohjelma inflaation kiihdyttämiseksi.⁷⁶ Asiantuntijat ovat kuitenkin kyseenalaistaneet hintavakauden QE:n ainoana tai edes merkittävimpänä päämääränä. Valtioiden velkakirjat ovat keskeinen takuu ar-

⁶⁸ Weiss, 141.

⁶⁹ Gern – Sonnenberg – Stolzenburg 2022.

⁷⁰ Decision (EU) 2020/440 of the ECB of 24 March 2020 on a temporary pandemic emergency purchase programme (ECB/2020/17).

⁷¹ Barbier de la Serra – Sibony 2008.

⁷² Gauweiler, 75; Weiss, 91.

⁷³ Gauweiler, 75; Weiss, 91.

⁷⁴ Gauweiler, 71–74.

⁷⁵ Ks. esimerkiksi Buiter – Rahbari 2012; De Grauwe 2013; Ban 2020.

⁷⁶ Weiss, 92.

vopapereille ja finanssijohdannaisille, mistä johtuen rahoitusjärjestelmä on erittäin altis velkakirjojen markkina-arvon laskulle. Finanssikriisi osoitti, kuinka suuri uhka velkakirjojen hinnanlasku on finanssivakaudelle, joten merkittävät keskuspankit alkoivat ostaa valtioiden velkakirjoja ja jatkoivat ostoja pitkään kriisin akuutin vaiheen jälkeen. Velkakirjaostot eivät takaa EKP:n perusteluiden mukaisesti ainoastaan hintavakautta vaan myös turvaavat markkinoiden riittävän likviditeetin sekä yksityisten finanssitoimijoiden taseet. Valtioiden velkakirjojen keskeisen aseman vuoksi valtiot ovat hyötynet QE-ohjelmista alhaisempina korkoina niin merkittävästi, että tutkimuskirjallisuudessa on luonnehdittu keskuspankkien siirtyneen uuteen ”varjokeskuspankkirahoituksen aikaan”. Toisin kuin keynesiläisyyden aikana, valtioiden tukeminen on kuitenkin ainoastaan modernin rahoitusjärjestelmän tukemisen sivutuote eikä velkakirjaostojen ensisijainen tarkoitus.⁷⁷

Keskuspankit eivät ole olleet avoimia velkakirjaostojen tarkoituksista, minkä lisäksi keskuspankkien on havaittu arvioineen QE-ohjelmien vaikutuksia inflaatioon huomattavasti positiivisemmin kuin akateemiset tutkimukset.⁷⁸ Lisäksi pitkään jatkuneisiin velkakirjaostoihin liittyy sivuvaikutuksia, kuten varallisuusarvojen nousu, kasvanut riskinotto, sijoitusten ohjautuminen velkakirjamarkkinoille ja hidastunut tuottavuuskehitys. EUT ei kuitenkaan kyseenalaistanut EKP:n perusteluita vaan totesi, että EKP oli arvioinut riittävän huolellisesti velkakirjaostojen laajuuden ja pyrkinyt minimoimaan niihin liittyvät sivuvaikutukset.⁷⁹

Ohjelmien tarkoituksena lisäksi EUT vastasi SPT:n kysymyksiin velkakirjaostoista sisältyvistä riskeistä. Se vastasi laveasti, että velkakirjaostoihin liittyy luontaisesti riskejä, joiden jakamisesta on sovittu EKP:n perussäännössä. EUT ei käsitellyt sitä asiantuntijoiden esiin nostamaa seikkaa, että tappiot voivat johtaa jäsenmaiden välisiin tulonsiirtoihin.⁸⁰ Koska EMU on epätäydellinen rahaliitto, EKP:n vastinparina ei ole euroalueen valtiovarainministeriötä vaan rahaliittoon kuuluvien jäsenmaiden kansalliset valtiovarainministeriöt. Jos OMT-ostoista aiheutuisi tappioita kriisimaan velkojen laiminlyömisten seurauksena, euromaat voisivat joutua pääomittamaan EKP:n. EKP:n pääoma-avaimen mukaan suurin vastuu lankeaisi Saksalle, mikä selittänee saksalaisten velkakirjaostojen vastustusta.⁸¹

PSPP-ohjelmassa saksalaisten esittämään kritiikkiin yhteisvastuusta on vastattu niin, että kansalliset keskuspankit ostavat omien maidensa velkakirjoja EKP:n pääoma-avaimen mukaan. SPT kysyi toisessa ennakkoratkaisupyyntössään tappioiden jakamisesta muiden keskuspankkien kesken sellaisessa tilanteessa, jossa euromaa jättäisi velkansa maksamatta omalle keskuspankilleen ja tämän seurauksena kyseinen keskuspankki jouduttaisiin pääomittamaan. EUT jätti kysymyksen tutkimatta hypoteettisena, koska EKP ei ollut tehnyt erillistä päätöstä PSPP:stä aiheutuvien tappioiden jakamiseksi keskuspankkien välillä.⁸²

Tällainen hypoteettinen tilanne voisi kuitenkin syntyä, jos jäsenvaltio esimerkiksi menettäisi ensin pääsyn rahoitusmarkkinoille ja sen jälkeen EKP:n neuvosto kieltäisi kansalliselta keskuspankilta oikeuden tukea maataan, minkä seurauksena jäsenmaa jättäisi velkansa maksamat-

⁷⁷ Gabor 2021.

⁷⁸ Fabo – Jancokova – Kempf – Pastor 2021.

⁷⁹ Weiss, 92.

⁸⁰ Gauweiler, 125.

⁸¹ Mody 2018.

⁸² Weiss, 162–167.

ta omalle keskuspankilleen.⁸³ Tutkimuksessa on nostettu tällaisessa tilanteessa esiin kolme vaihtoehtoa: maksukyvyttömyyteen ajautunut maa eroaisi euroalueelta, maan keskuspankille laadittaisiin OTM/EVM-ohjelma tai muiden maiden keskuspankit pääomittaisivat maksukyvyttömän keskuspankin. Ensimmäinen vaihtoehto tarkoittaisi euroalueen hajoamista, toinen jäsenmaan osittaista eroamista rahaliitosta ja kolmas SPT:n pelkäämää riskinjakoa euromaiden välillä. Viimeinen vaihtoehto voisi lisätä finanssipoliittisesti ”terveellä” pohjalla olevien euromaidan halua erota rahaliitosta. On ymmärrettävää, että EUT halusi jättää tappioiden mahdolliset seuraukset tulevien aikojen politiikkojen, keskuspankkiirin ja tuomareiden ratkaistavaksi.

SPT ei ollut tyytyväinen PSPP:n kapeaan oikeudelliseen arvioon. Se katsoi historiallisessa ratkaisussaan, että sekä EUT että EKP olivat toimineet *ultra vires*, sillä ne eivät olleet arvioineet riittävän huolellisesti PSPP:n tarpeellisuutta, sivuvaikutuksia ja riskejä.⁸⁴ SPT määräsi Saksan parlamentin arvioimaan velkakirjaostojen laillisuuden. Vaikka Bundestag hyväksyi parlamenttikuulemisten jälkeen PSPP:n selvin luvuin, SPT:n manööveri tarkoitti käytännössä veto-oikeuden antamista Saksan parlamentille EKP:n rahapolitiikkaan, mikä ilmentää puuttumista keskuspankin itsenäisyyteen ja EKP:n velkakirjaostojen alhaista legitimitettiin.⁸⁵ EKP on julkaisut *Gauweilerin* ja *Weissin* jälkeen kaksi uutta velkakirjojen osto-ohjelmaa, joista molemmista on kanneltu SPT:hen.⁸⁶

4. Johtopäätökset

Oikeudellinen kiista EKP:n mandaatista tuo esiin rahapolitiikasta käräjöinnin poliittisuuden. EKP:n mandaattia ei ollut poliittisesti mahdollista muuttaa, koska perussopimusten muuttaminen edellyttää yksimielisyyttä ja kansallista ratifiointia, jonka seurauksena esimerkiksi SPT olisi päässyt arvioimaan EKP:n mandaattia. EUT joutui toimivaltansa vuoksi arvioimaan, oliko EKP pysynyt velkakirjaostoillaan kapean rahapoliittisen mandaattinsa sisällä. Panokset olivat suuret, sillä jos SPT olisi onnistunut estämään EKP:n velkakirjaostot, eurokriisi olisi syventynyt ja rahaliitto todennäköisesti hajonnut. SPT:n tuomarit *Gertrude Lübbe-Wolff* ja *Michael Gerhardt* jättivätkin eriävät mielipiteet OMT-ohjelmaa koskevaan ennakkoratkaisupyyntöön, sillä velkakirjaostojen laillisuus oli heidän mukaansa poliittinen eikä oikeudellinen kysymys.⁸⁷

Toisaalta *Gauweiler*- ja *Weiss*-tuomiot heikensivät SEUT 123 artiklan rahoituskiellon konkreettisesta rajoitteesta pelkäksi rahapoliittiseksi tavoitteeksi. EUT:n ennakkoratkaisut laajensivat EKP:n mandaattia ja muokkasivat käsityksiä hyväksyttävästä ja tarkoituksenmukaisesta rahapolitiikasta, minkä myötä EKP:stä tuli ”uusi keskuspankki”. Toisin kuin Saksassa toivottiin, Maastrichtissa sovitut säännöt eivät estäneet EKP:n irtaantumista *Bundesbankin* ordoliberalista perinteestä.

⁸³ Buiter 2021.

⁸⁴ Judgment of the Second Senate of 5 May 2020 – 2 BvR 859/15.

⁸⁵ German Parliament Backs ECB Bond-Buying After Court Standoff, Bloomberg 20.6.2020: [bloomberg.com/news/articles/2022-07-20/ecb-aims-for-bulletproof-crisis-tool-anticipating-legal-showdown](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-20/ecb-aims-for-bulletproof-crisis-tool-anticipating-legal-showdown).

⁸⁶ ECB's Covid Rescue Program Attacked in Suit at Top German Court, Bloomberg 11.3.2021: [bloomberg.com/news/articles/2021-03-11/ecb-s-covid-rescue-program-attacked-in-suit-at-top-german-court](https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-11/ecb-s-covid-rescue-program-attacked-in-suit-at-top-german-court); ECB nemesis Kerber weighs action against new debt shield, Reuters 29.6.2022: [reuters.com/markets/europe/ecb-nemesis-kerber-weighs-action-against-new-debt-shield-2022-07-29](https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-nemesis-kerber-weighs-action-against-new-debt-shield-2022-07-29).

⁸⁷ OMT-pyyntö, Abweichende Meinung der Richterin Lübbe-Wolff und Abweichende Meinung des Richters Gerhardt.

Tapaus korostaa EMU:n sääntöpohjaisen taloushallinnan epätarkoituksenmukaisuutta. Toisaalta keskuspankkirahoituksen kiellon tiukan tulkinnan vuoksi EKP:n tukitoimet tulivat vuosia muita keskuspankkeja jäljessä pitkittäen eurokriisiä ja aiheuttaen turhaa inhimillistä kärsimystä. Toisaalta EUT päätyi velkakirjaostojen kapeaan laillisuusarvioon, jossa se korosti rahaliitolle aatehistoriallisesti tärkeiden ordoliberalien periaatteiden jatkuvuutta. Ensinnäkin EUT edellytti, etteivät velkakirjaostot häiritse ensi- ja jälkimarkkinoiden toimintaa, vaikka EKP puuttuu velkakirjaostoilla nimenomaan markkinahinnoitteluun saavuttaakseen rahapoliittisia tavoitteitaan. Toiseksi EUT edellytti markkinakurin säilymistä euroalueella, vaikka velkakirjaostojen myötä EKP:llä on aiempaa suurempi valta päättää, kuinka paljon euromaiden rahoitus on rahoitusmarkkinoiden varassa. Kyseessä on markkinakurin sijaan rahapoliittisesti tuotettu talouskuri, jossa EKP:llä on entistä enemmän mahdollisuuksia arvioida euromaiden finanssipolitiikan ”terveyttä” ja rankaista sen ”sairaudesta”.

Vaikka EKP kykeni kriisien keskellä tekemään suuria muutoksia rahapolitiikkaansa, rahapolitiikan todellisuudesta vieraantuneen laillisuusarvion vuoksi velkakirjaostojen rahapoliittisia motiiveja ei ole tarvinnut kommunikoida avoimesti, eivätkä kriisitoimien laajemmat taloudelliset ja poliittiset seuraukset ole edelleenkään täysin selkeitä. EUT:n valitsema oikeudellinen strategia ordoliberalismin teeskentelystä on omiaan vähentämään EKP:n rahapolitiikan legitimitettä, joka on aiemmin perustunut tarkasti määritellyn oikeudelliseen mandaattiin. Lisäksi EUT:n oikeuskäytäntöön sisältyy ristiriitaisuuksia ja avoimia kysymyksiä, jotka voivat heikentää EKP:n toimintakykyä ja kriisitoimien uskottavuutta tulevaisuudessa.

Onkin helppoa yhtyä SPT:n esittämiin kritiikkeihin: velkakirjaostot politisoivat keskuspankia ja luovat paineen syventää integraatiota kohti fiskaaliunionia niin sanotusti takaoven kautta eli ilman poliittista hyväksyntää. Poliittisen päätöksentekojärjestelmän toimimattomuuden seurauksena EKP joutuu ottamaan suuremman roolin euroalueen vakaudesta samalla kun EUT joutuu ottamaan suuremman vastuun EKP:n toimintakyvystä rahaliiton alkuperäisten periaatteiden vastaisesti. Teknokratisoituminen voi taata kriisien ylittämisen ilman poliittista vastuuta tai rahaliiton valuvikojen korjaamista, mutta nykyisen monikriisin ja polarisaation oloissa pysyvä hätätilahallinto voi johtaa myös väärin ongelmien ratkomisen ja viivyttelyn seurauksena peruuttamattomiin politiikkavirheisiin. Historiallisten polkuriippuvaisuuksien vuoksi EKP on euroalueen ketterimpiä toimijoita, mutta rahapolitiikan paradigman muutos on edelleen kesken, epäselkeä ja hauras.

Abstract in English

ORDOLIBERALISM OVER ORDOLIBERRALISM – THE DISCONNECTION OF THE ASSESSMENT OF THE LEGALITY OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK’S CRISIS MEASURES FROM THE REALITY OF MONETARY POLICY

The article examines the legal dispute over the European Central Bank's government bond purchase programs from the perspective of different monetary policy ideals. While government bond purchases ended the Euro crisis, German central bankers feared that the ECB was abandoning the Bundesbank's ordoliberal tradition and Germany's Federal Constitutional Court suspected the ECB overstepping its mandate. The European Court of Justice's (ECJ) landmark Gauweiler and Weiss rulings were contradictory. While the ECJ allowed the ECB to depart from the ordoliberal tradition, the legal reasoning in the preliminary rulings was based on the continuity of the very same tradition. The historical lesson from these judgments and the ECB's bond programs is that the continuity of monetary policy paradigms cannot be guaranteed by strict constitutional rules. Conversely, the legal extension of the ECB's mandate contains a number of contradictions and open legal questions that may constitute a political constraint on future ECB bond purchases. Hence, the ECB's technocratic paradigm shift through legal interpretation remains politically weak.

Keywords: ordoliberalism, European Central Bank, financial markets, monetary policy, Germany's Federal Constitutional Court

Lähteet

- Ban, Cornel, *The Economic and Monetary Union: How Did the Euro Area Get a Lender of Last Resort?* Teoksessa Ramona Coman – Amandine Crespy – Vivien A. Schmidt (toim.) *Governance and Politics in the Post-Crisis European Union*. Cambridge University Press 2020.
- Barbier de la Serra, Eric – Sibony, Anne-Lise, *Expert Evidence Before the EC Courts*. *Common Market Law Review* 45(4)/2008, s. 941–985.
- Bastasin, Carlo, *Saving Europe: Anatomy of a Dream*. Brookings Institution Press 2015.
- Bateman, Will – van ‘t Klooster, Jens, *The dysfunctional taboo: monetary financing at the Bank of England, the Federal Reserve, and the European Central Bank*. *Review of International Policy Economy* 31(2)/2024.
- Beukers, Thomas – Fromage, Diane – Monti, Giorgio (toim.) *The New European Central Bank: Taking Stock and Looking Ahead*. Oxford University Press 2022.
- Borger, Vestert, *The Transformation of the ECB in Sovereign Bond Markets*. Teoksessa Thomas Beukers – Diane Fromage – Giorgio Monti (toim.), *The New European Central Bank: Taking Stock and Looking Ahead*. Oxford University Press 2022.
- Borio, Claudio – Disyatat, Piti, *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, *The Manchester School* 78(1)/2010, s. 53–89.
- Bowman, Andrew – Erturk, Ismail – Froud, Julie – Johal, Sukhdev – Leaver, Adam – Moran, Michael – Williams, Karel, *Central Bank-Led Capitalism?* *Seattle University Law Review* 36/2013, s. 455–487.
- Brunnermeier, Marcus – James, Harold – Landau, Jean Pierre, *The Euro and The Battle of Ideas*. Princeton University Press 2016.
- Buiter, Willem, *Central Banks as Fiscal Players. The Drivers of Fiscal and Monetary Policy Space*, luku 6. *Why the Eurosystem Isn't a Proper Central Bank – and How to Make It One*. Cambridge University Press 2021.
- Buiter, Willem – Rahbari, Ebrahim, *The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Euro Area*. CEPR Discussion Papers 8974, 2012.
- Davies, Gareth, *The European Union Legislature as an Agent of the European Court of Justice*. *Journal of Common Market Studies* 54(4)/2016, s. 846–861.
- De Grauwe, Paul, *The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets*. *CESifo Economic Studies* 59(3)/2013, s. 520–535.

- Dyson, Kenneth – Featherstone, Kevin, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*. Oxford University Press 1999.
- Fabo, Brian – Jancokova, Martina – Kempf, Elisabeth – Pastor, Lubos, *Fifty shades of QE: Conflicts of interest in economic research*, NBER Working Paper No. 27849, 2021.
- Fullweber, Joscha, *Zentralbankkapitalismus Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*. Suhrkamp 2021.
- Gabor, Daniela, *Revolution without revolutionaries: interrogating the return of monetary financing*. SocArXiv Transformative Responses to the crisis 2021.
- Gern, Klaus-Jürgen – Sonnenberg, Nils – Stolzenburg, Ulrich, “Whatever it takes”: the ECB remains busy with crisis management, luvut 3.3. Fiscal deficits vs. asset purchases: fading monetary support ja 3.5 Shifting holding structure of public debt. *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, June 2022: europarl.europa.eu/cmsdata/249535/Kiel_DEF.pdf.
- Héritier, Adrienne, *Covert Integration in the European Union*. Teoksessa Jeremy Richardson – Sonia Mazey (toim.) *European Union. Power and policy-making*, 4. painos. Routledge 2015.
- Hinarejos, Alicia, *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective*. Oxford University Press 2015.
- Issing, Otmar, *The Birth of Euro*. Cambridge University Press 2008.
- Leino-Sandberg, Päivi, *Public access to ECB documents: are accountability, independence and effectiveness an impossible trinity?* ECB Legal Conference 2019: Building bridges: central bank law in an interconnected world.
- Leino-Sandberg, Päivi, *The Commission Legal Service*. Teoksessa Päivi Leino-Sandberg (toim.) *The Politics of Legal Expertise in EU Policy-Making*. Cambridge University Press 2021.
- Mabbett, Deborah – Schelke, Waltraud, *Independent or lonely? Central banking in crisis*. *Review of International Political Economy* 26(3)/2019, s. 436–460.
- McNamara, Kathleen, *The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union*. Cornell University Press 1998.
- Mody, Ashoka, *EuroTragedy. A Drama in Nine Acts*, luku *ECB Scrambles to Stop the Trauma, Merkel helps: July-September 2012*, Oxford University Press 2018.
- Niinistö, Sauli – Åkerholm, Johnny, *Yhteinen raha: eurooppalaisen yhteistyön alku- vai päätepiste?* Teoksessa Alexander Stubb (toim.) *Marginaalista ytimeen: Suomi Euroopan unionissa 1989-2003*. Tammi 2006, s. 219.
- Princen, Sebastiaan – Van Esch, Femke, *Paradigm Formation and Paradigm Change in the EU’s Stability and Growth Pact*. *European Political Science Review*, 8(3)/2016, s. 355–75.
- Quaglia, Lucia – Verdun, Amy, *Explaining the response of the ECB to the COVID-19 related economic crisis: inter-crisis and intra-crisis learning*. *Journal of European Public Policy* 30(4)/2023, s. 635-654.
- Ronkainen, Antti, *Litigating Monetary Policy: The Limits are Ours*. Teoksessa Christina Eckes – Päivi Leino-Sandberg – Anna W. Ghavanini (toim.) *The Dynamics of Powers in the European Union*. Hart Publishing 2024.
- Schmidt, Vivien A., *Reinterpreting the rules ‘by stealth’ in times of crisis: a discursive institutionalist analysis of the European Central Bank and the European Commission*. *West European Politics* 39(5)/2016.
- Scicluna, Nicole – Auer, Stefan, *From the Rule of Law to the Rule of Rules: Technocracy and the Crisis of EU Governance*. *West European Politics* 42(7)/2019, s. 1420–1442.
- Sinn, Hans-Werner, *The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*. Oxford University Press 2017.
- Timberlake, Richard H., *Constitutional Money: A Review of the Supreme Court’s Monetary Decisions*. CUP 2013.
- Van Der Sluis, Marijn, *The Role of Constitutional Law for the ECB: Past, Present, and Future*. Teoksessa Thomas Beukers – Diane Fromage – Giorgio Monti (toim.), *The New European Central Bank: Taking Stock and Looking Ahead*. Oxford University Press 2022.
- van ‘t Klooster, Jens, *Technocratic Keynesianism: a paradigm shift without legislative change*. *New Political Economy* 27(5)/2022, s. 771-787.