



Lorenzo Codogno

LC Macro Advisors Ltd

Founder and Chief Economist

+44 758 3564410

lorenzo.codogno@lc-ma.com

Visiting Professor in Practice at the
London School of Economics
L.Codogno@lse.ac.uk

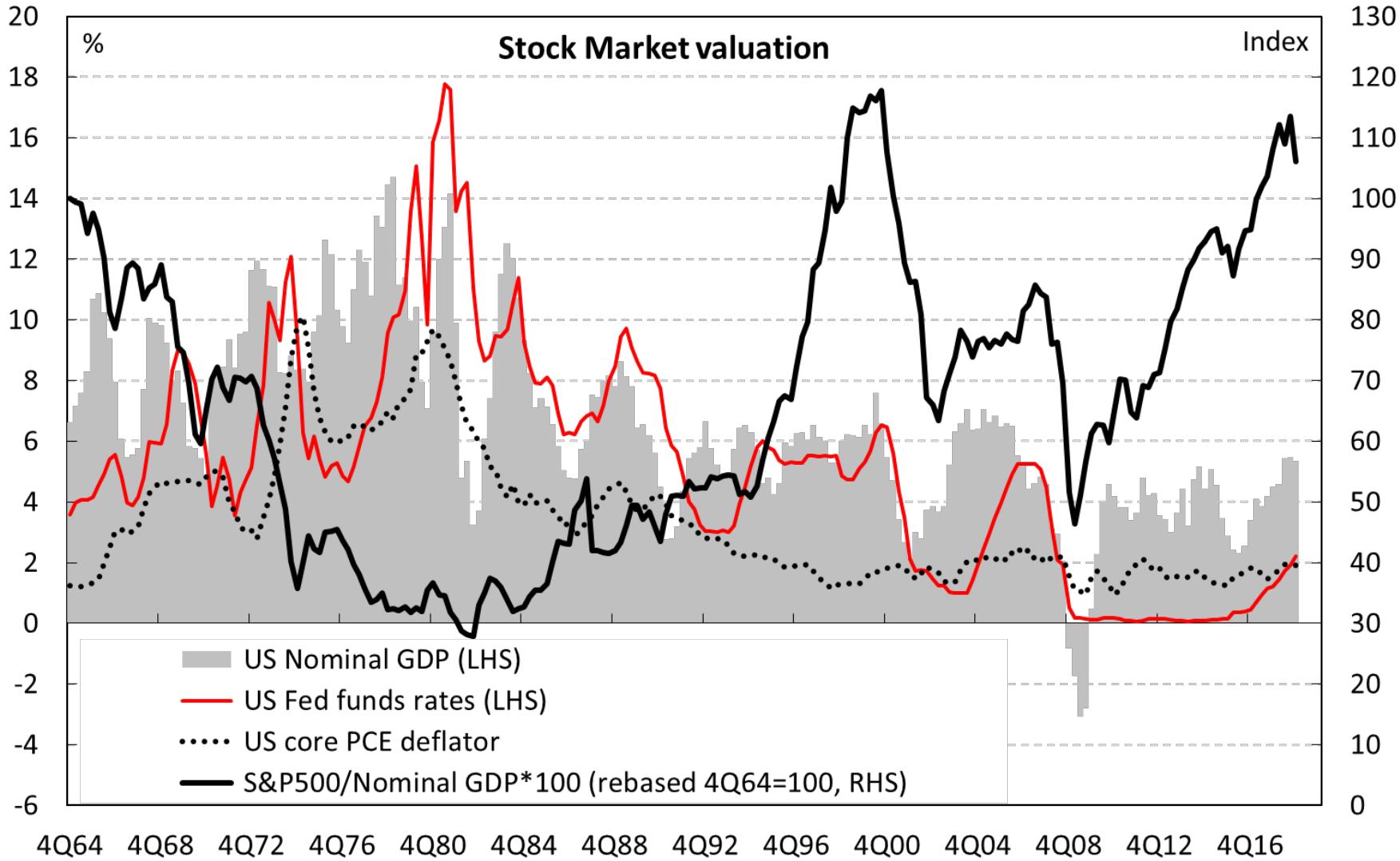
Eurozone: Searching for a silver lining

Italy: Extend & pretend cannot work forever

Living dangerously: the triple challenge to global growth

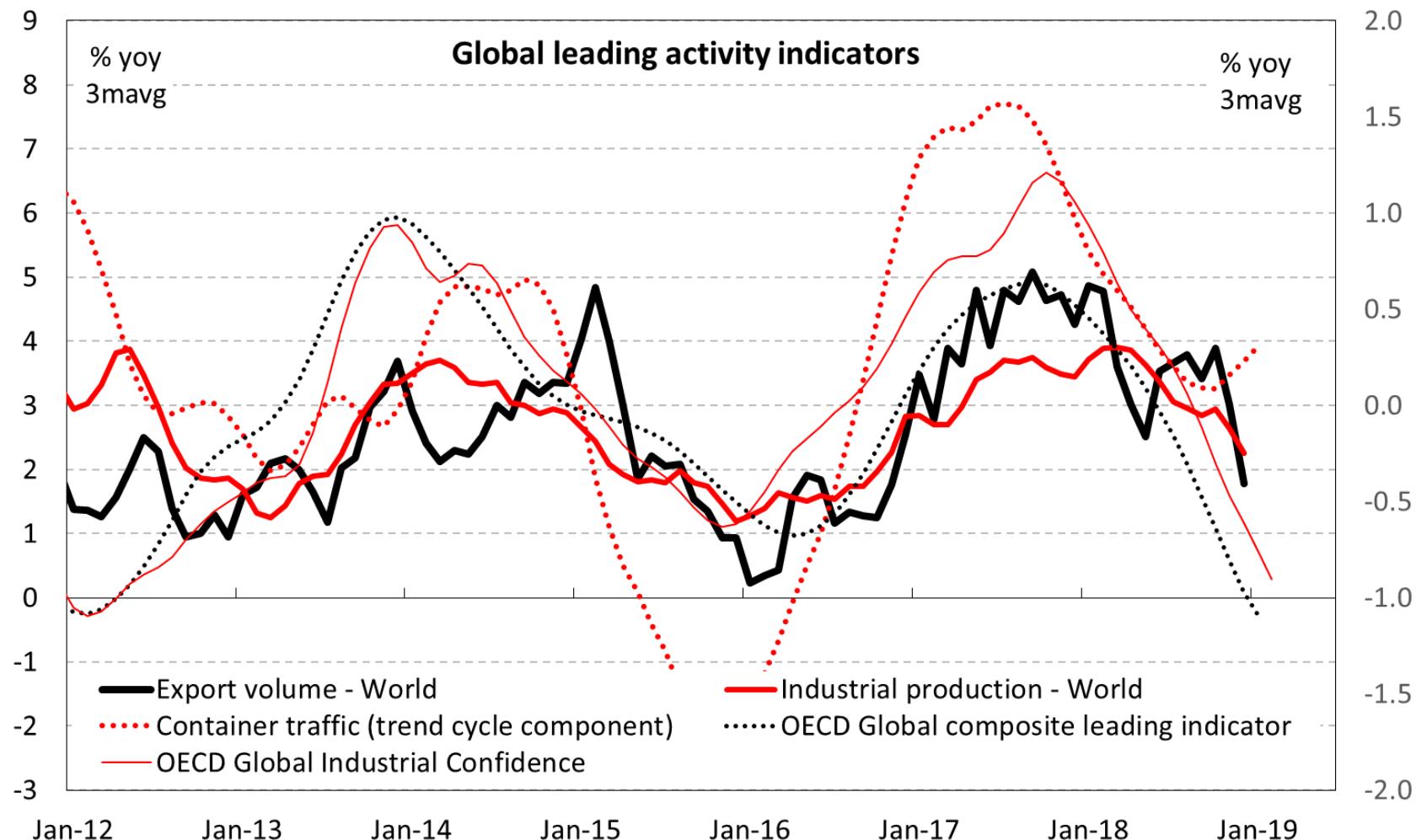
- ◆ **The low productivity/high debt/inflated asset conundrum:** when will it become a problem for global stability? It may not be soon.
- ◆ **Running out of policy tools:** fiscal policy is constrained, especially in the Eurozone. Monetary policy close to the zero-lower-bounds: how to re-tool for the next recession? China vs US vs Eurozone.
- ◆ **Global trade:** Not a transitory phenomenon. Open multilateral rules-based system vs a bilateral power-based system. “Strategic trade policy”. Brokering interests vs a majoritarian trade system (many more players). EU position: difficult decision making process.

Are asset valuations too overstretched?



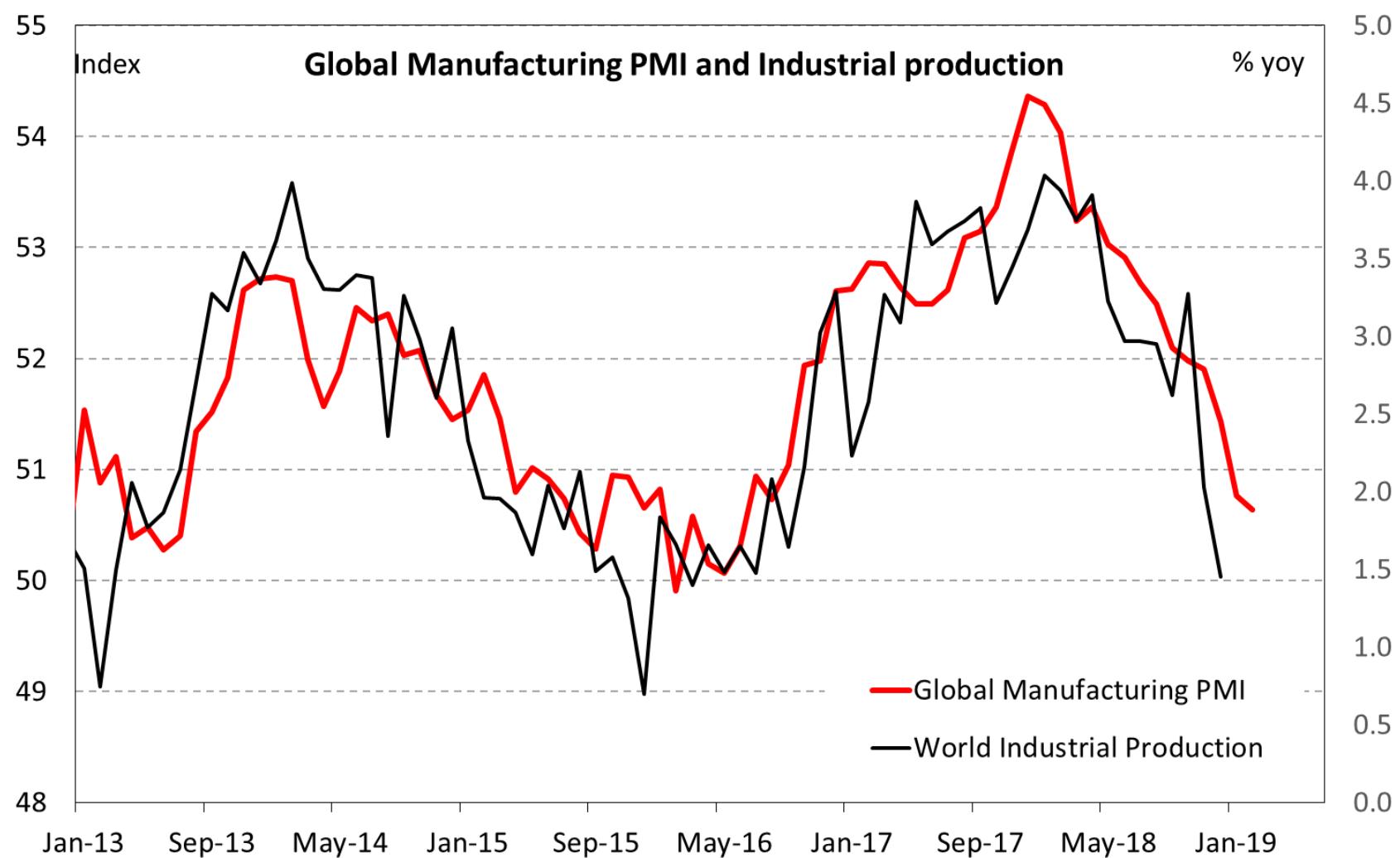
Source: Thomson-Reuters Datastream, LC-MA calculations.

Any rebound in trade unlikely to be long-lasting



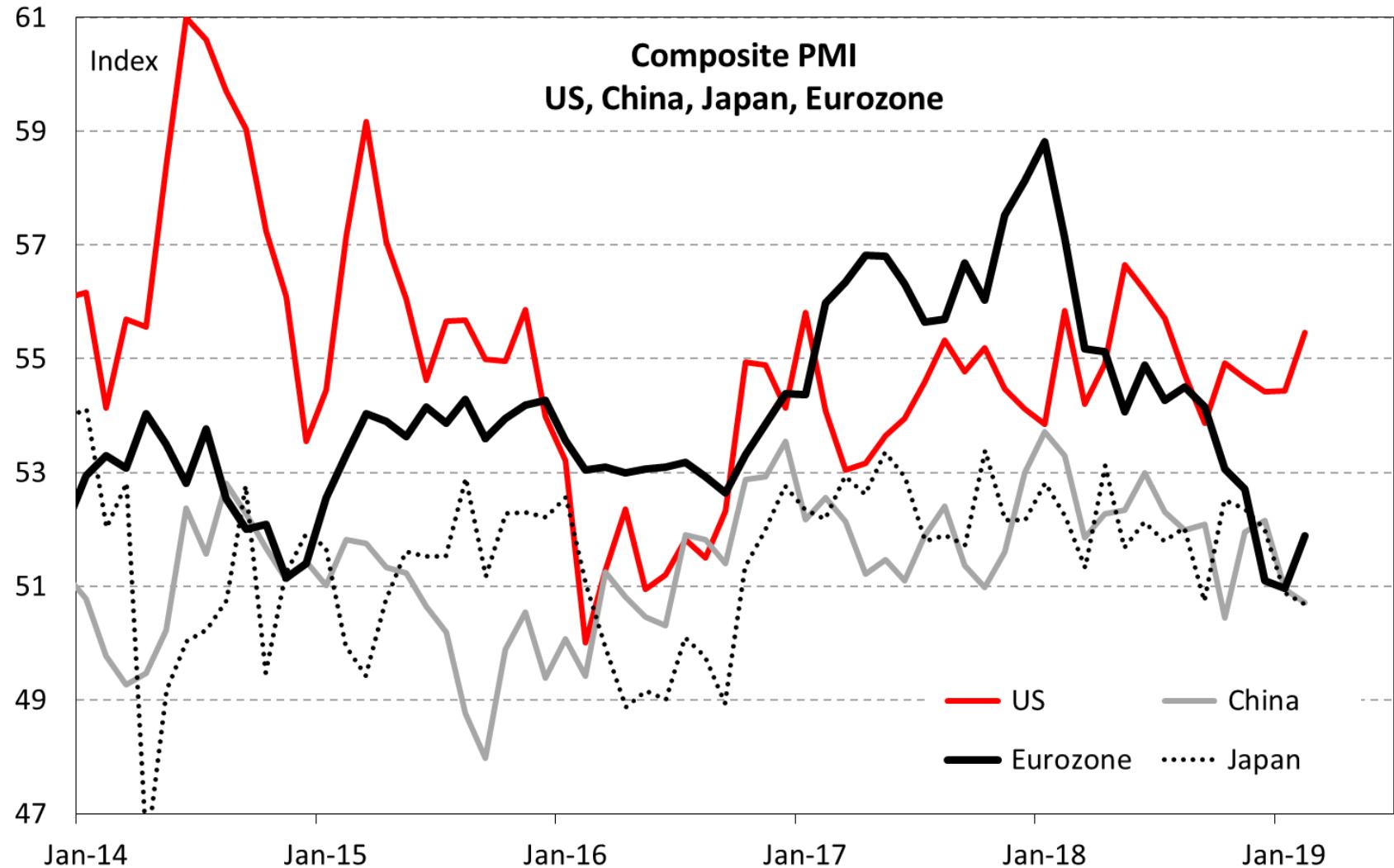
Source: Thomson Reuters Datastream, CPB Netherlands, LC-MA calculations.

Global activity slowing fast

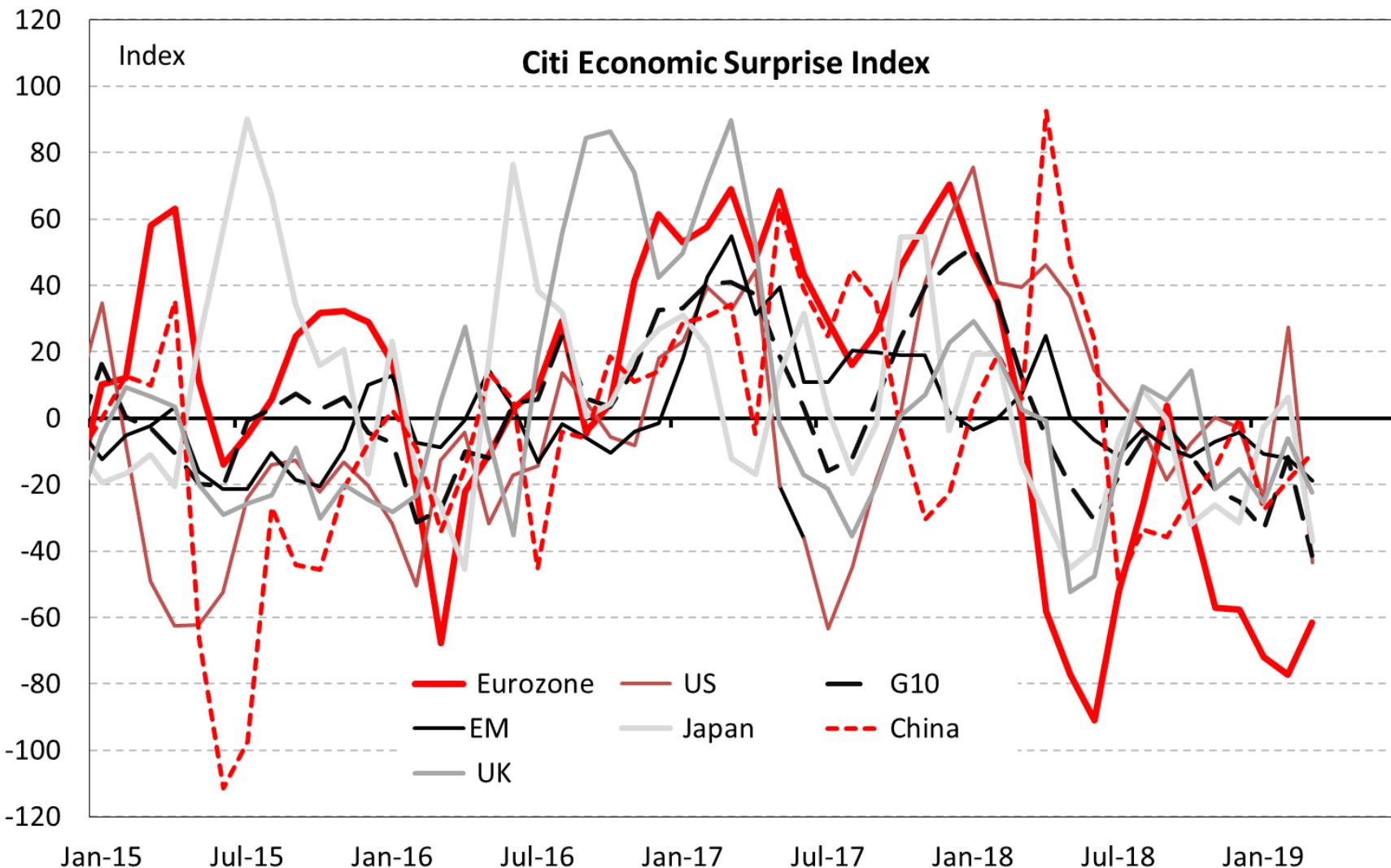


Source: Thomson Reuters Datastream, Markit, CPB, LC-MA calculations

Eurozone slowing faster than the rest of the world

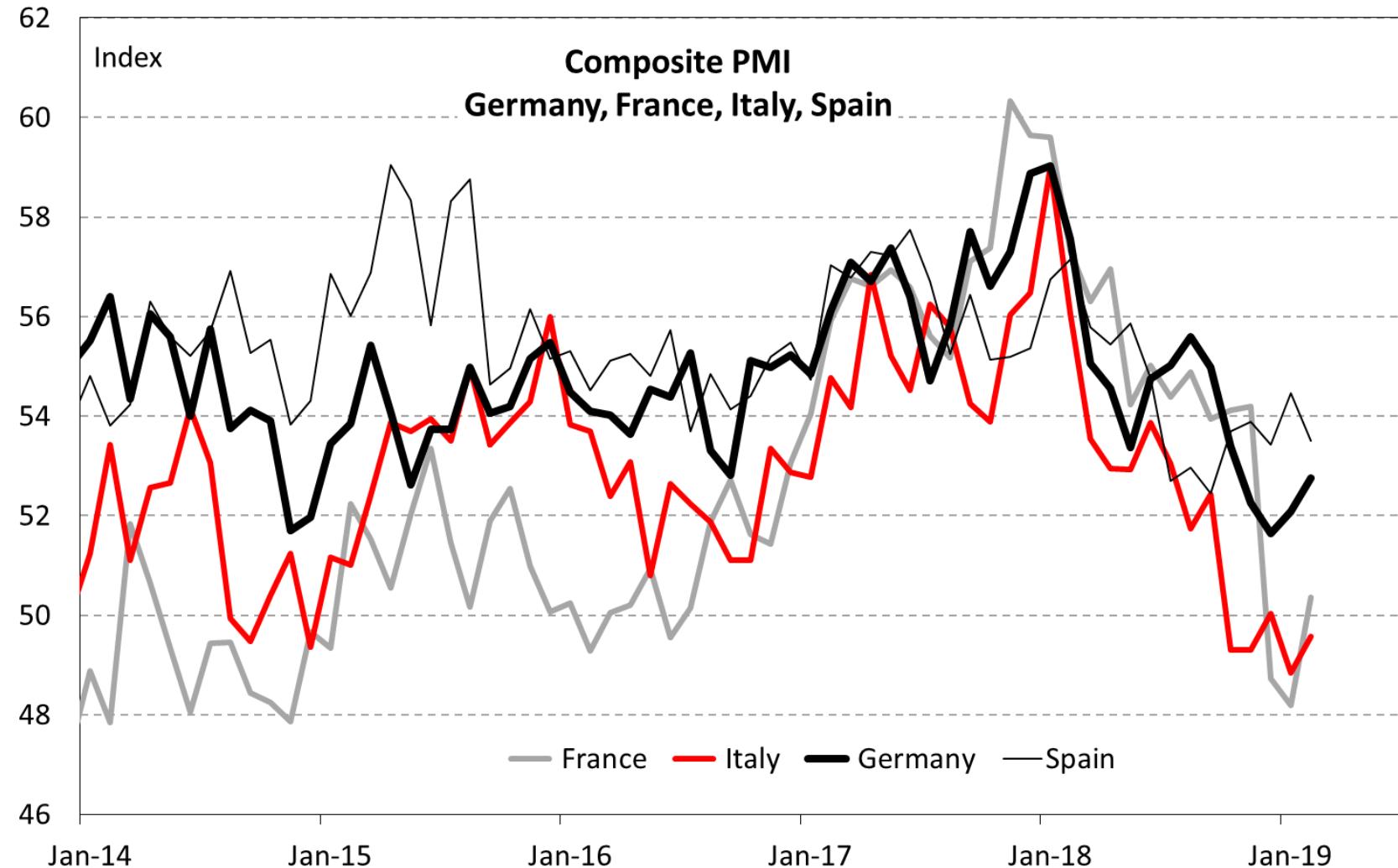


Negative surprises coming from the Eurozone



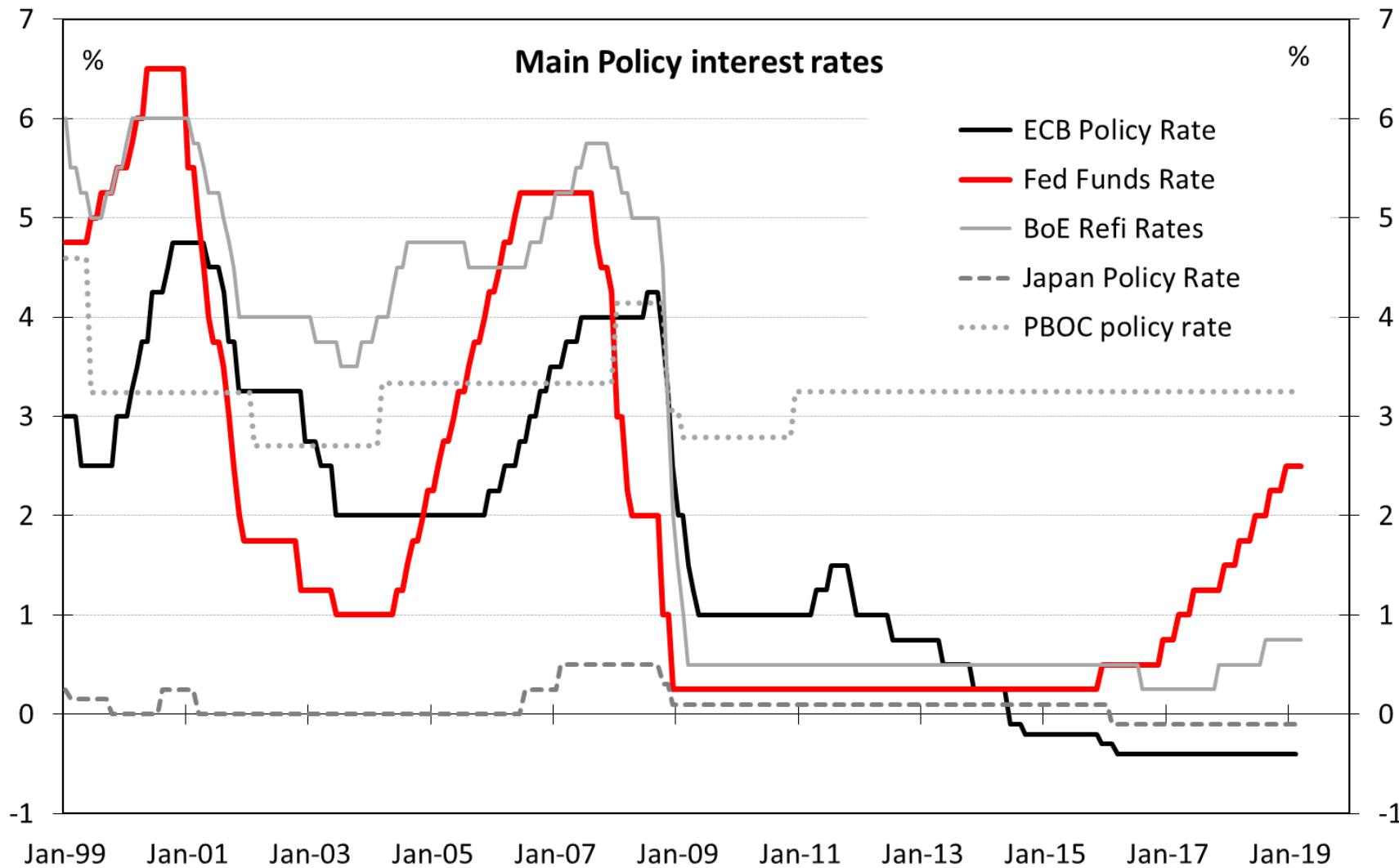
Sources: Thomson Reuters datastream, Citi, LC-MA calculations.

Italy slowing even more than the Eurozone



Source: Thomson Reuters Datastream, Markit, LC-MA calculations

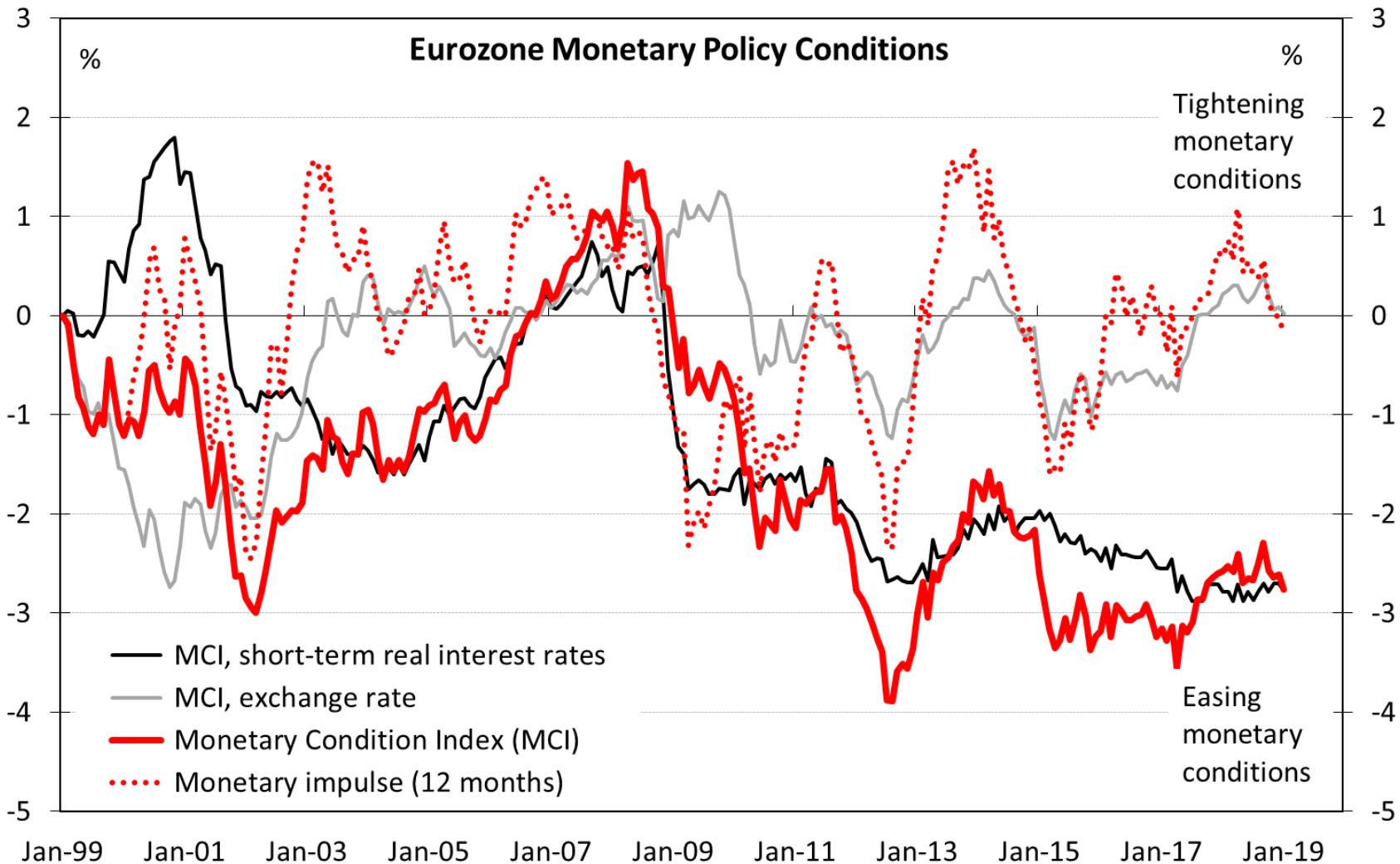
Not much scope for expansionary policies if case of need



Source: Thomson-Reuters Datastream, Federal Reserve, ECB, Bank of Japan, BoE, LC-MA calculations.

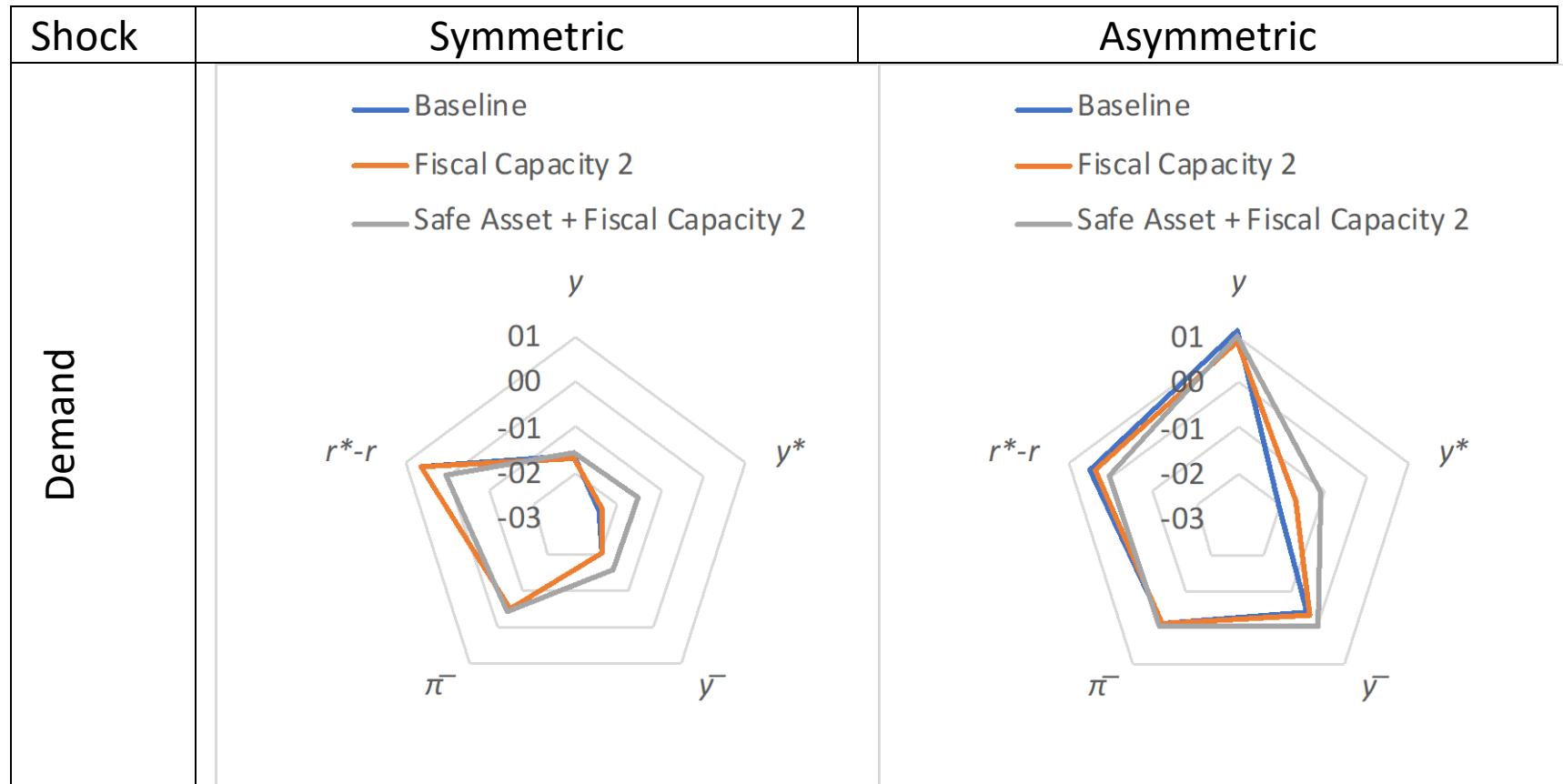
EUROZONE - ECONOMY

The monetary impulse close to zero; fiscal policy constrained



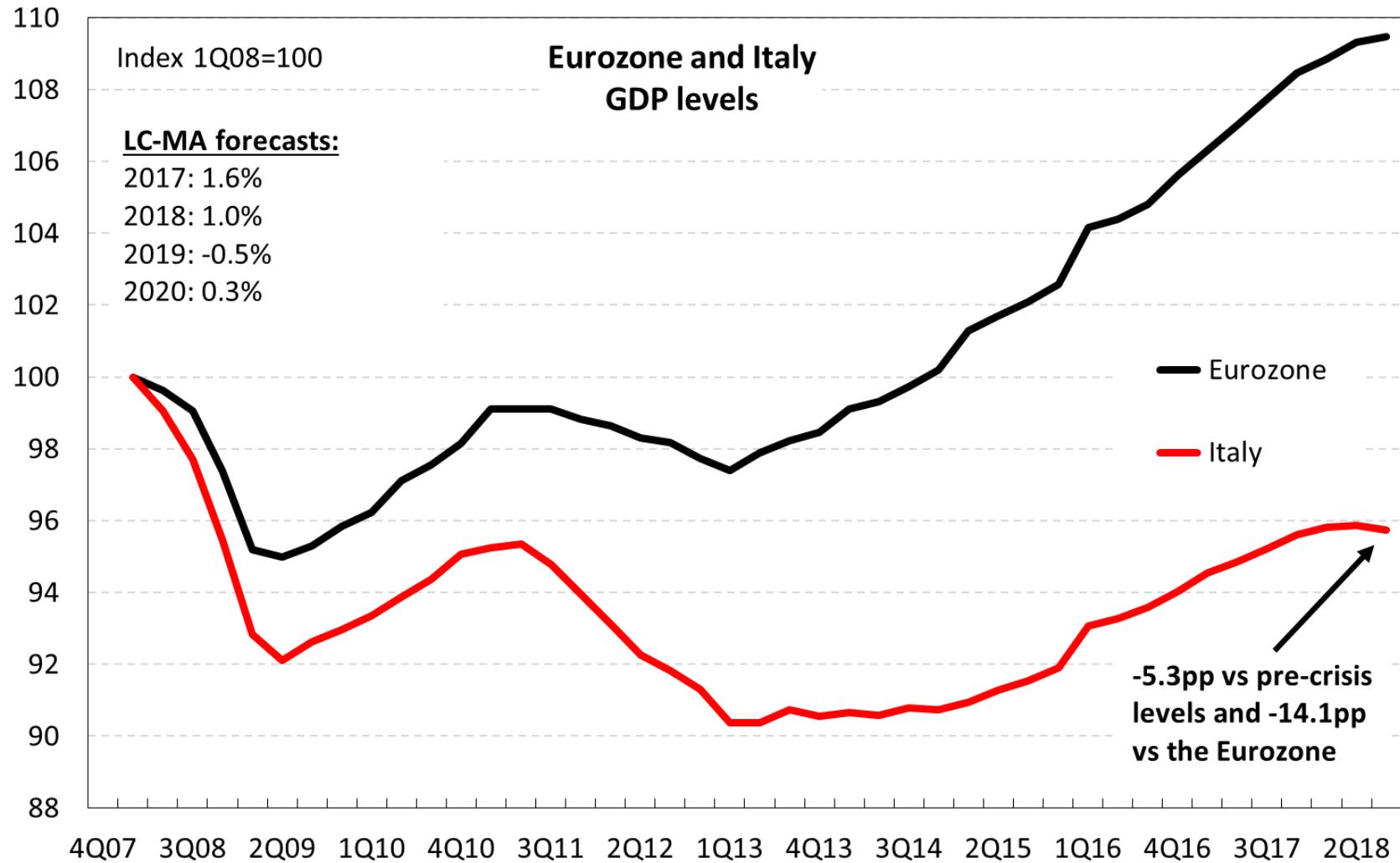
Source: Thomson-Reuters Datastream, ECB, LC-MA calculations.

No fiscal capacity & no safe assets = amplification of shocks



ITALY – ECONOMY

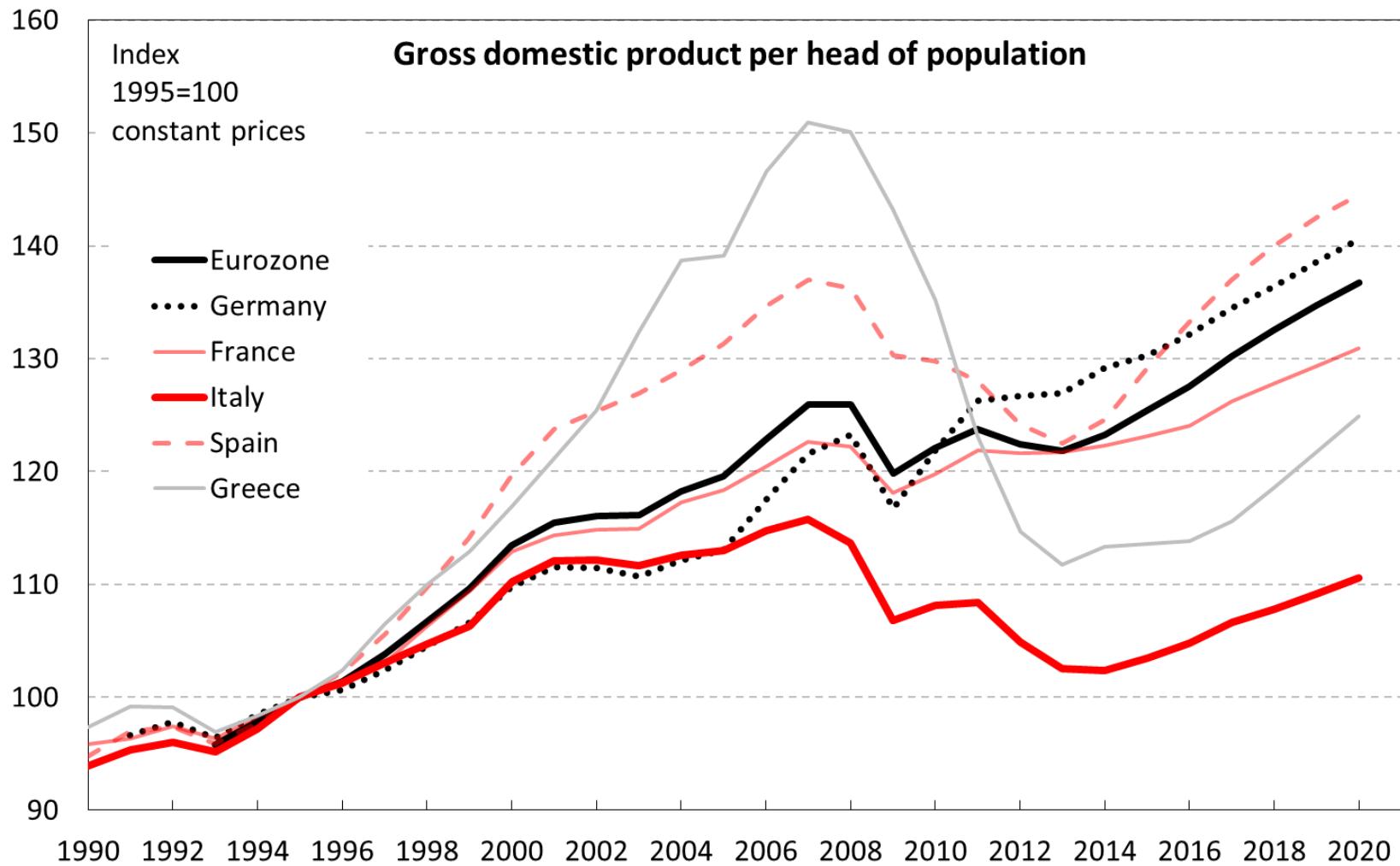
Real GDP: a lost decade (on top of the previous one)



Source: Eurostat, ISTAT, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

ITALY – ECONOMY

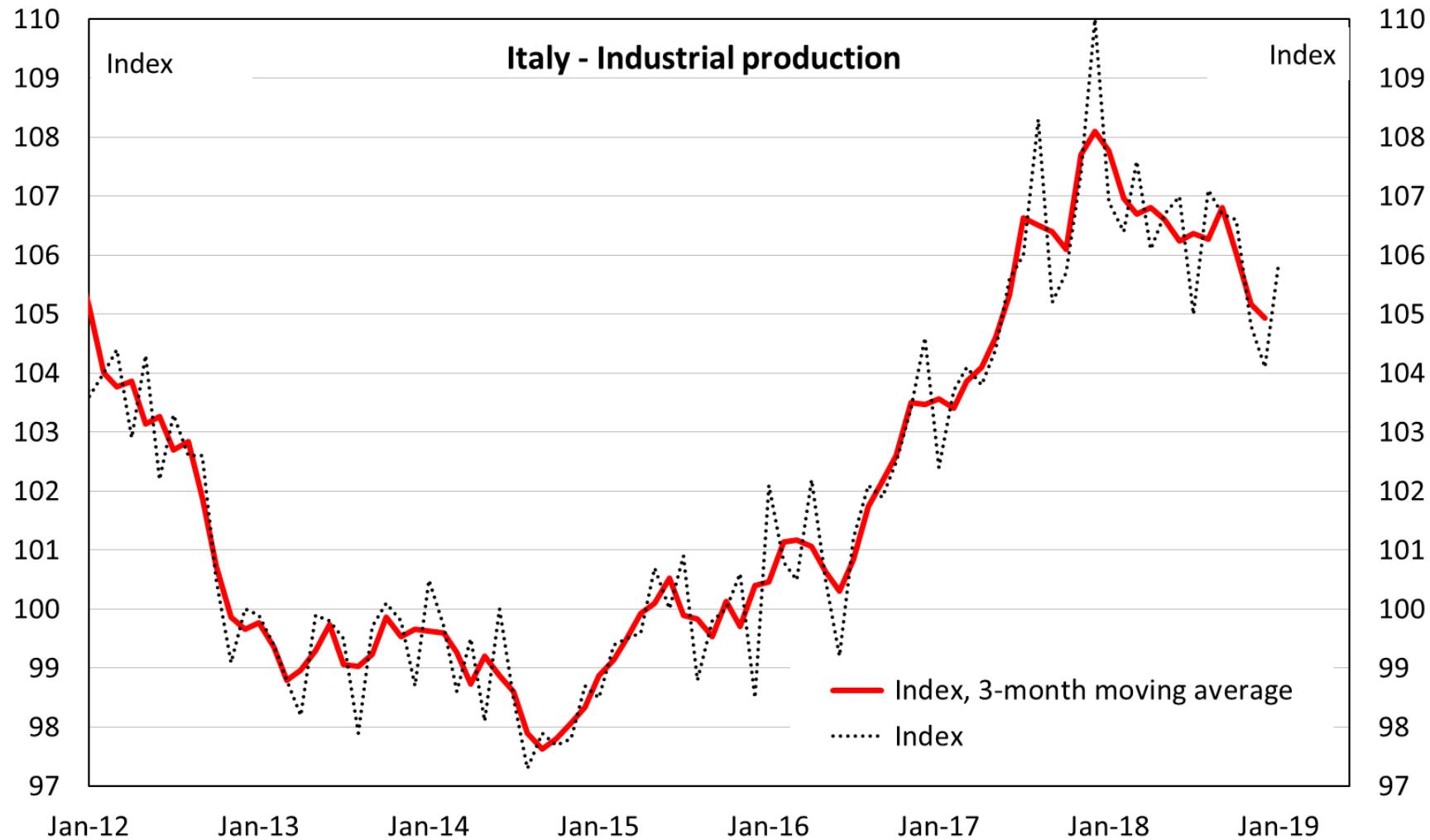
GDP per capita unchanged after 20 years



Source: Thomson Reuters Datastream, European Commission AMECO (projections for 2018/2019), LC-MA calculations.

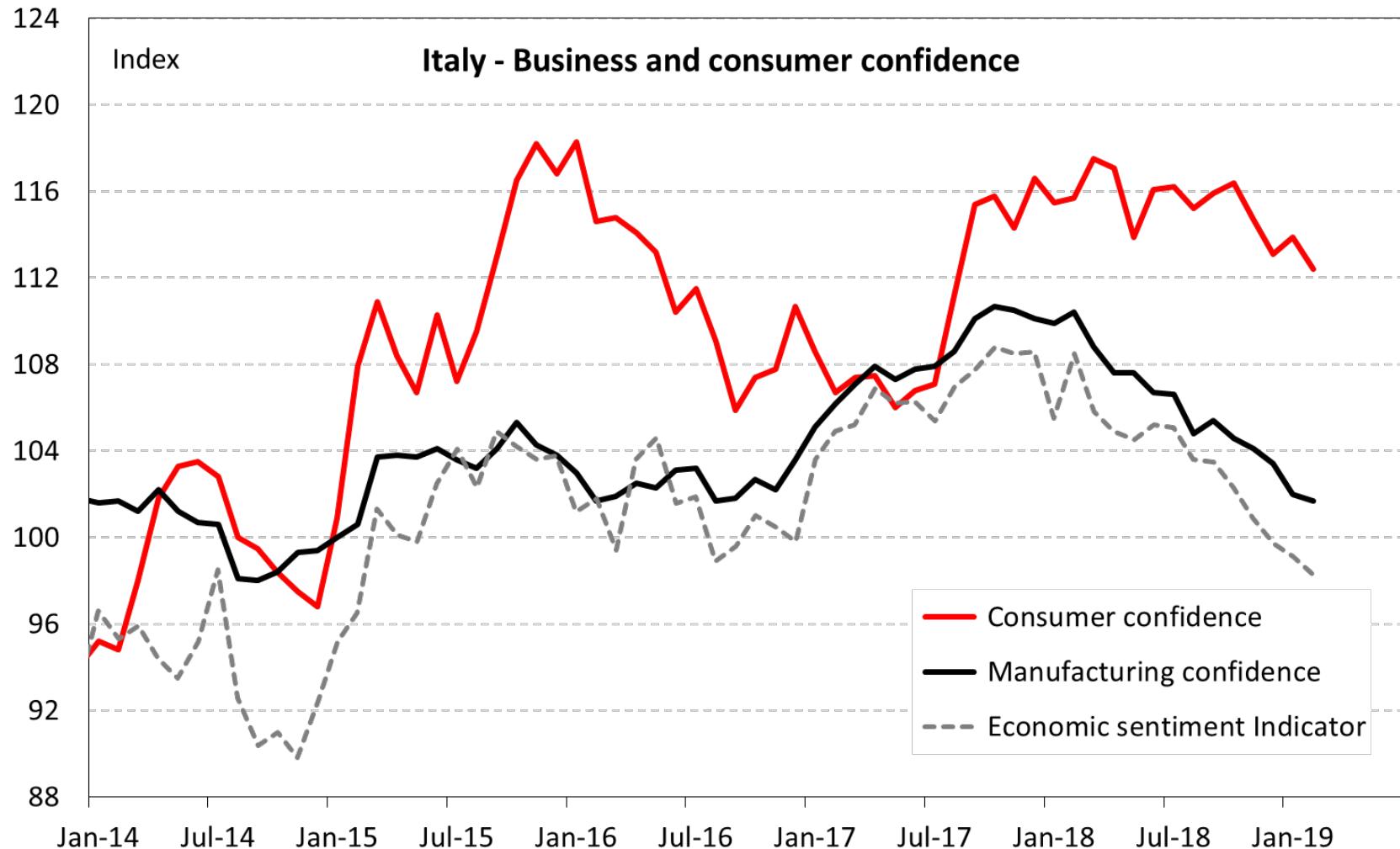
ITALY – ECONOMY

A swallow does not make spring



Source: Thomson Reuters Datastream, ISTAT, LC-MA calculations.

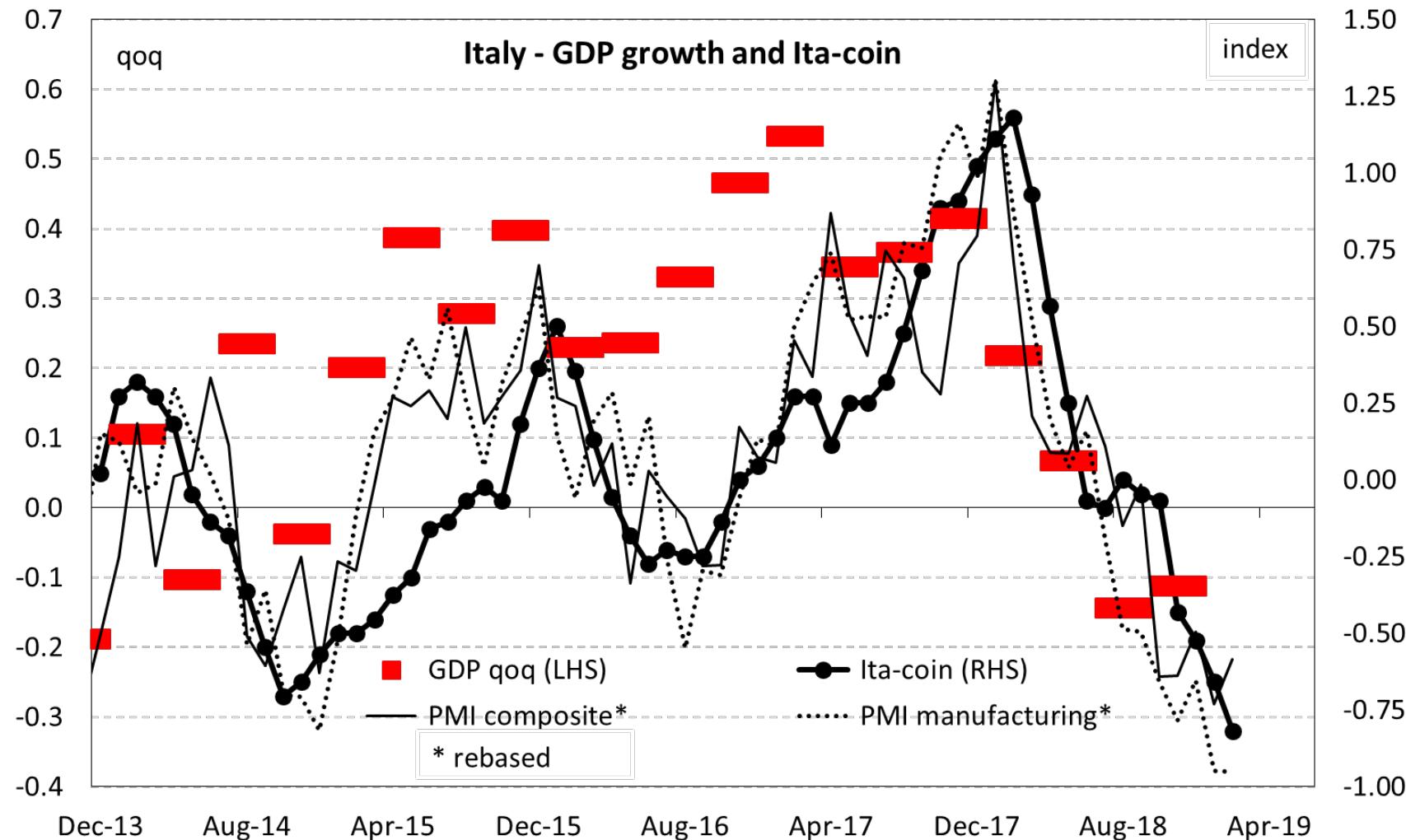
The political climate is denting business confidence



Source: Thomson Reuters Datastream, ISTAT, LC-MA calculations.

ITALY – ECONOMY

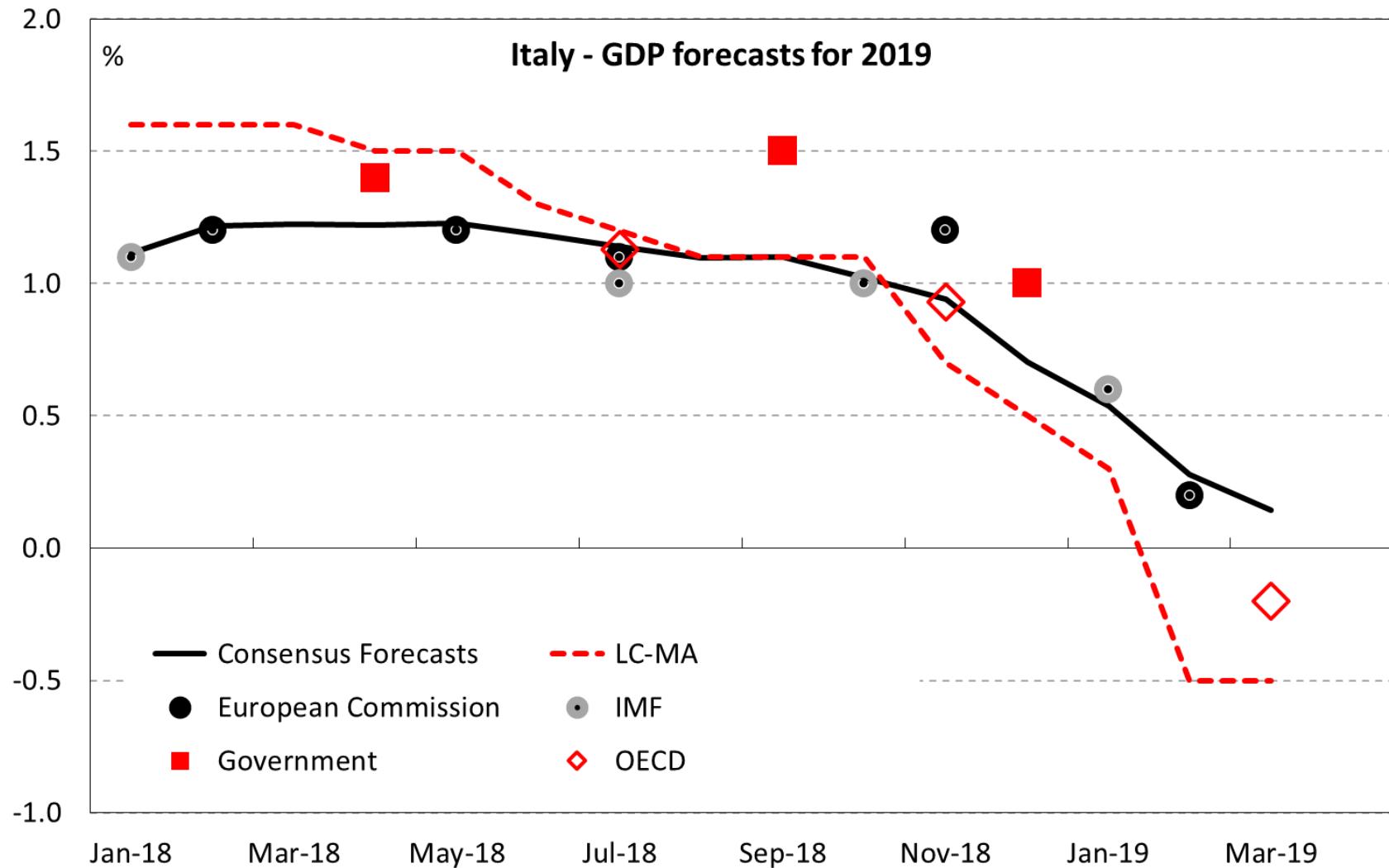
Leading/coincident indicators point to further contraction



Source: Thomson Reuters Datastream, ISTAT, LC-MA calculations.

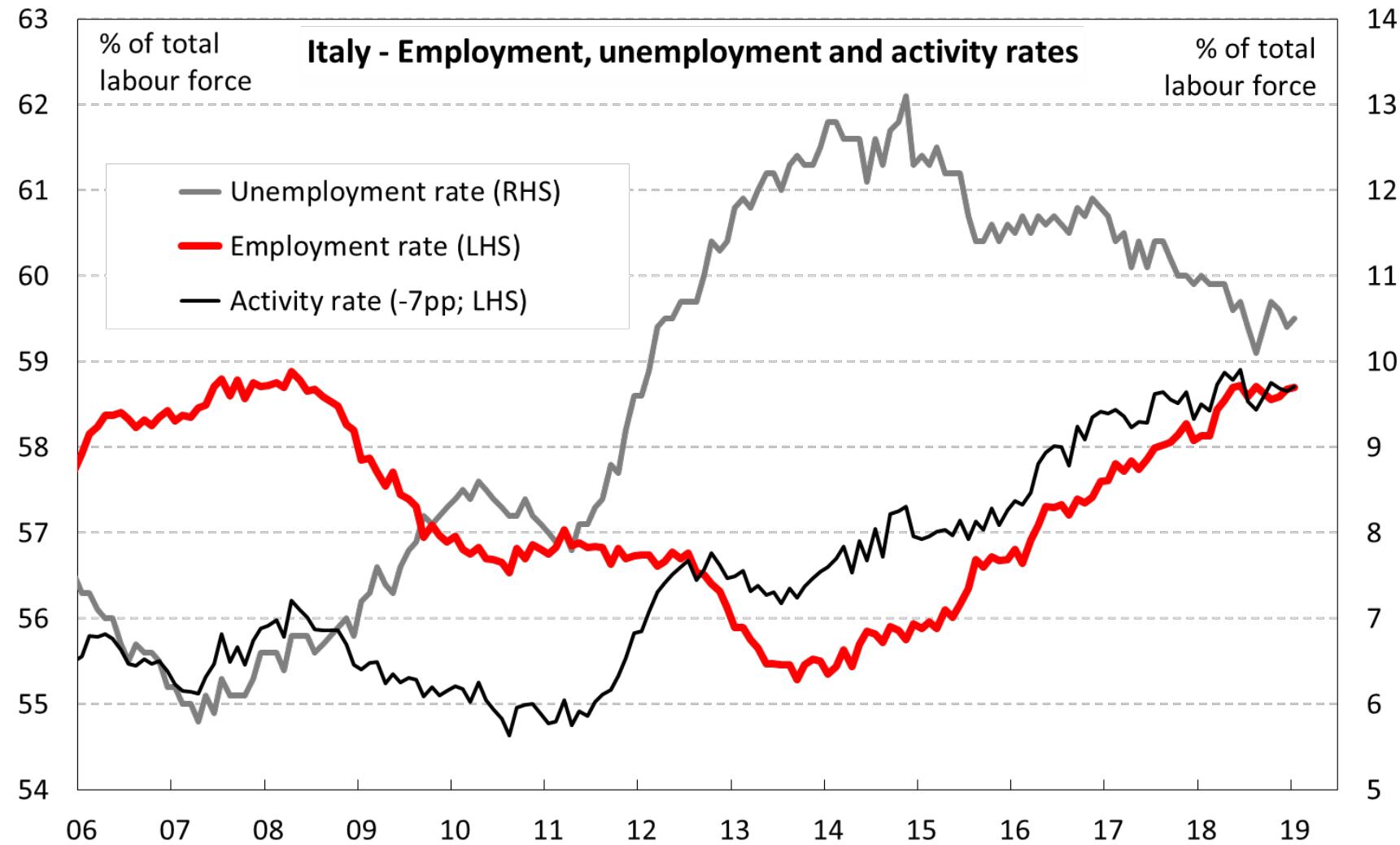
ITALY – ECONOMY

Consensus expectations pointing South

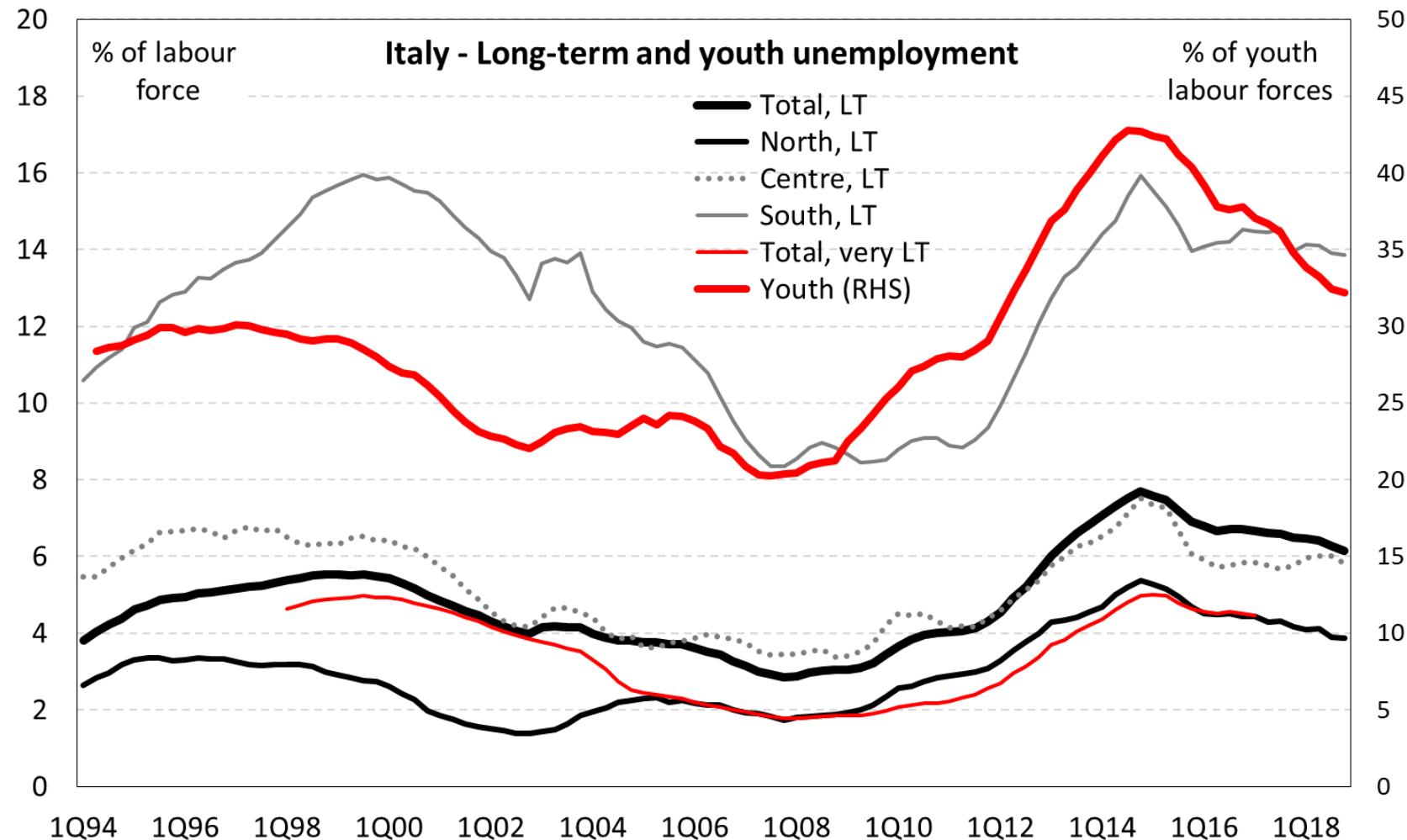


Source: LC-MA calculations based on Consensus Forecasts, Government, IMF, European Commission, and OECD data.

Unemployment remaining double digit: unused capacity?



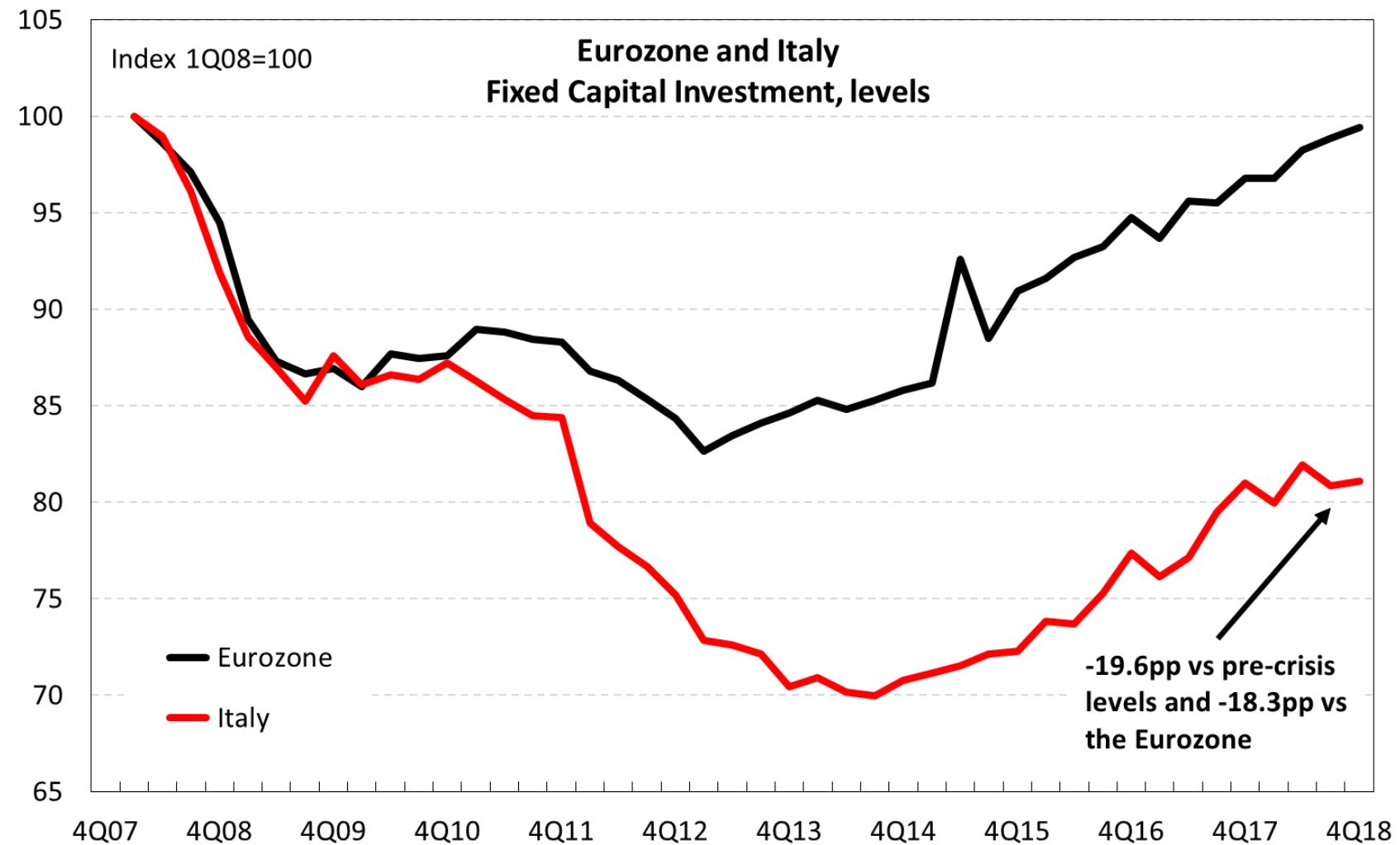
Hysteresis argues for less slack than it appears



Source: Thomson Reuters Datastream, ISTAT, Eurostat, LC-MA calculations; 4-term moving average of quarterly data. (Very) Long-term unemployment = ratio of job seekers for more than (24) 12 months to labour force.

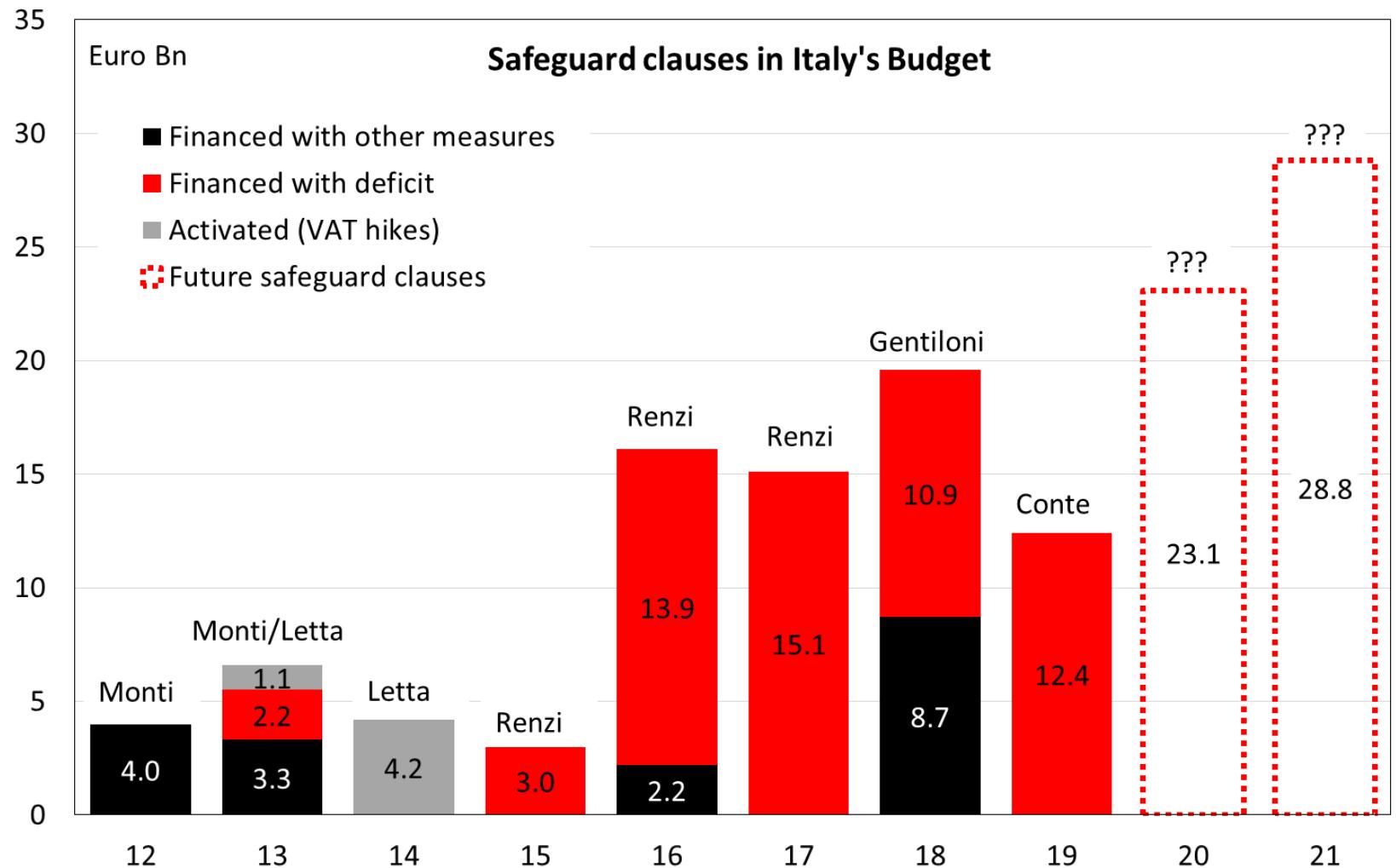
ITALY – ECONOMY

Italy's investment: -19.6pp vs pre-crisis, -18.3pp vs Eurozone



Source: Thomson Reuters Datastream, ISTAT, LC-MA calculations.

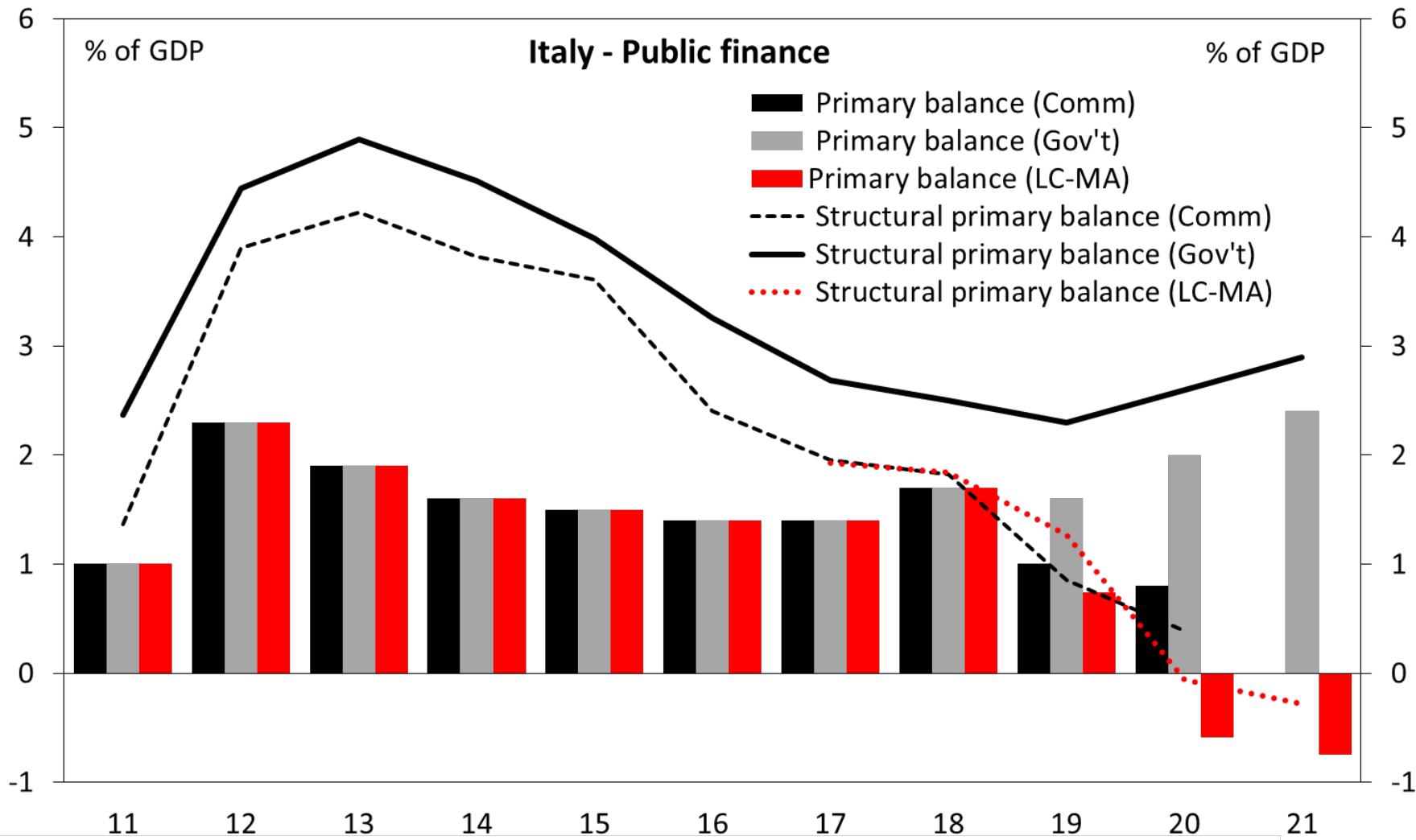
Mushrooming safeguard clauses will be hard to decommission



Source: Italian Ministry of Economy and Finance, Confindustria, LC-MA calculations.

ITALY – PUBLIC FINANCE

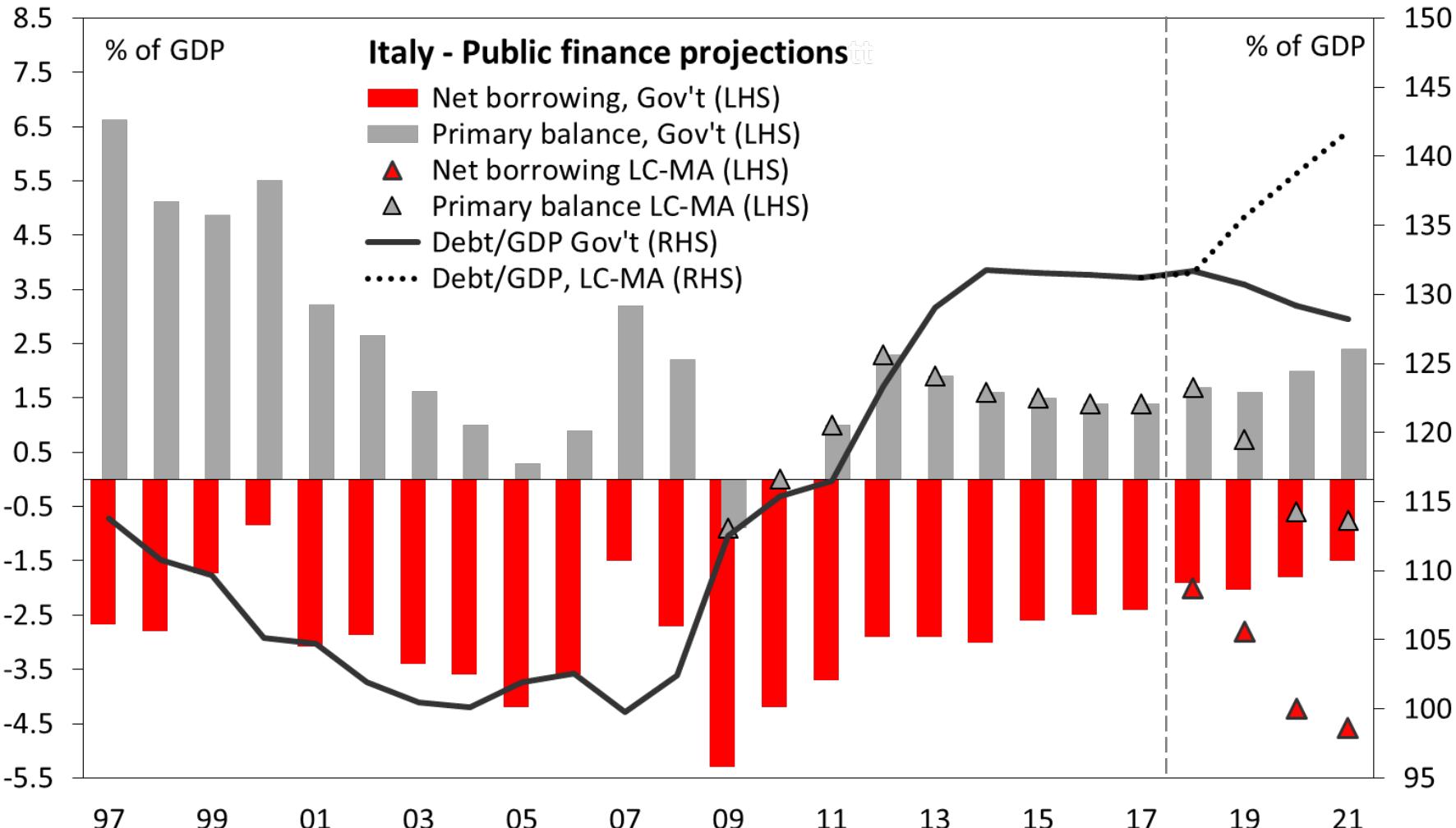
Sharp worsening in Italy's fiscal position



Source: Thomson Reuters Datastream, Italy's Ministry of Economy and Finance, EU Commission, LC-MA

ITALY – PUBLIC FINANCE

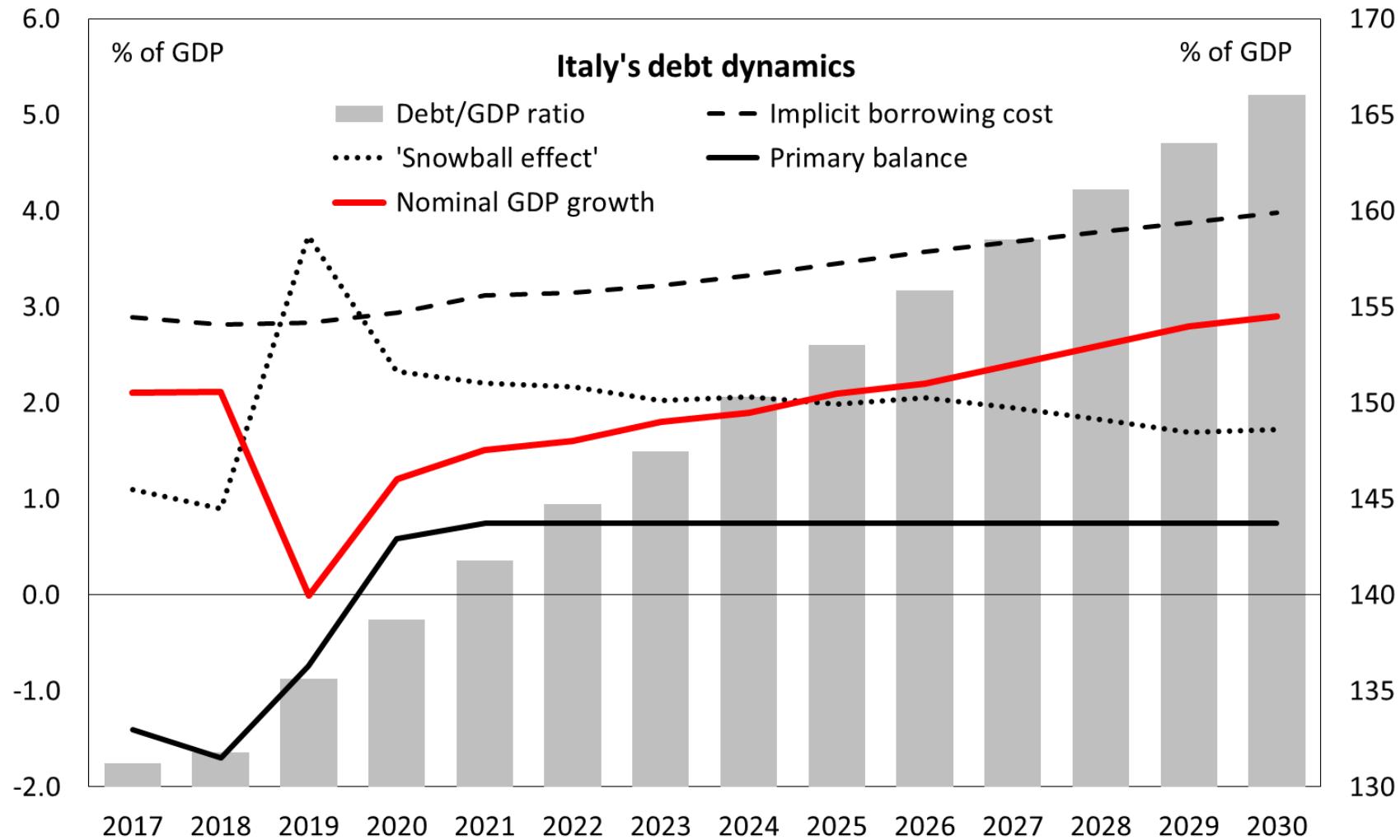
High risks for debt sustainability



Source: Thomson Reuters Datastream, Italy's Ministry of Economy and Finance, LC-MA calculations.

ITALY – PUBLIC FINANCE

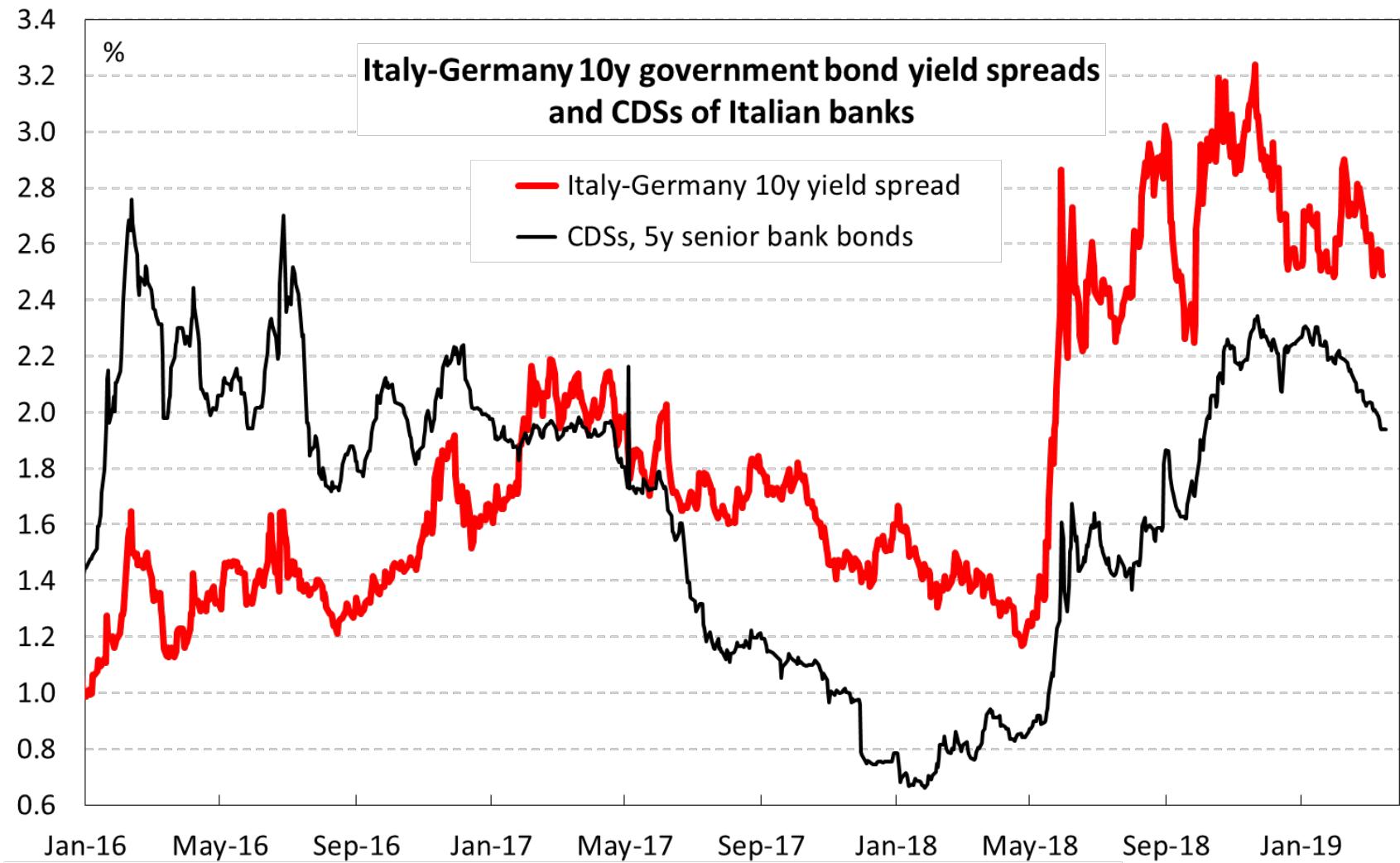
Primary surplus should be brought back to 3.0-3.5% of GDP



Source: Italian Ministry of Economy and Finance, and LC-MA calculations.

ITALY – BANKING SECTOR

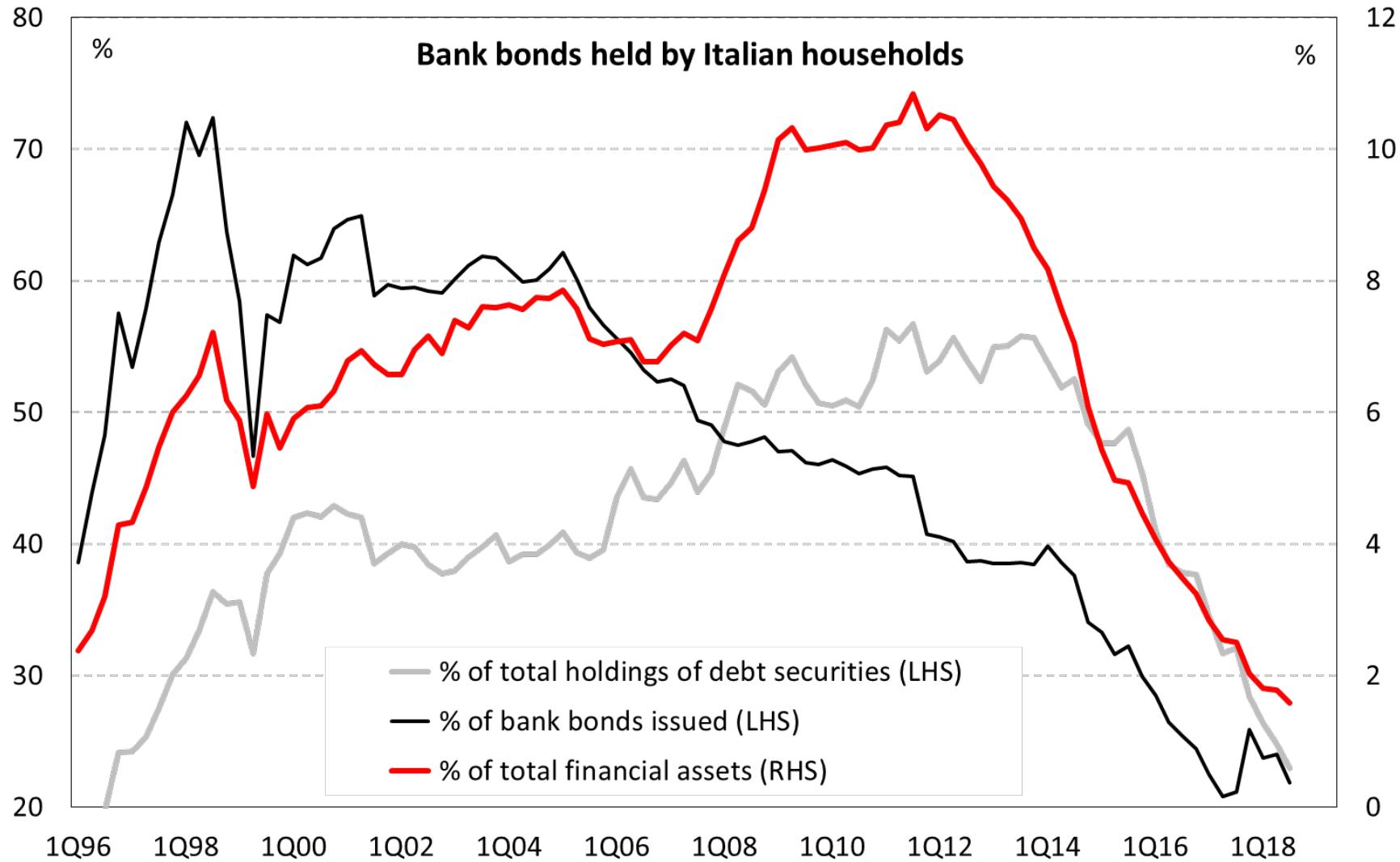
Doom loop: alive and well



Source: Thomson-Reuters Datastream, LC-MA calculations. Note: constant maturity bond yields.

ITALY – BANKING SECTOR

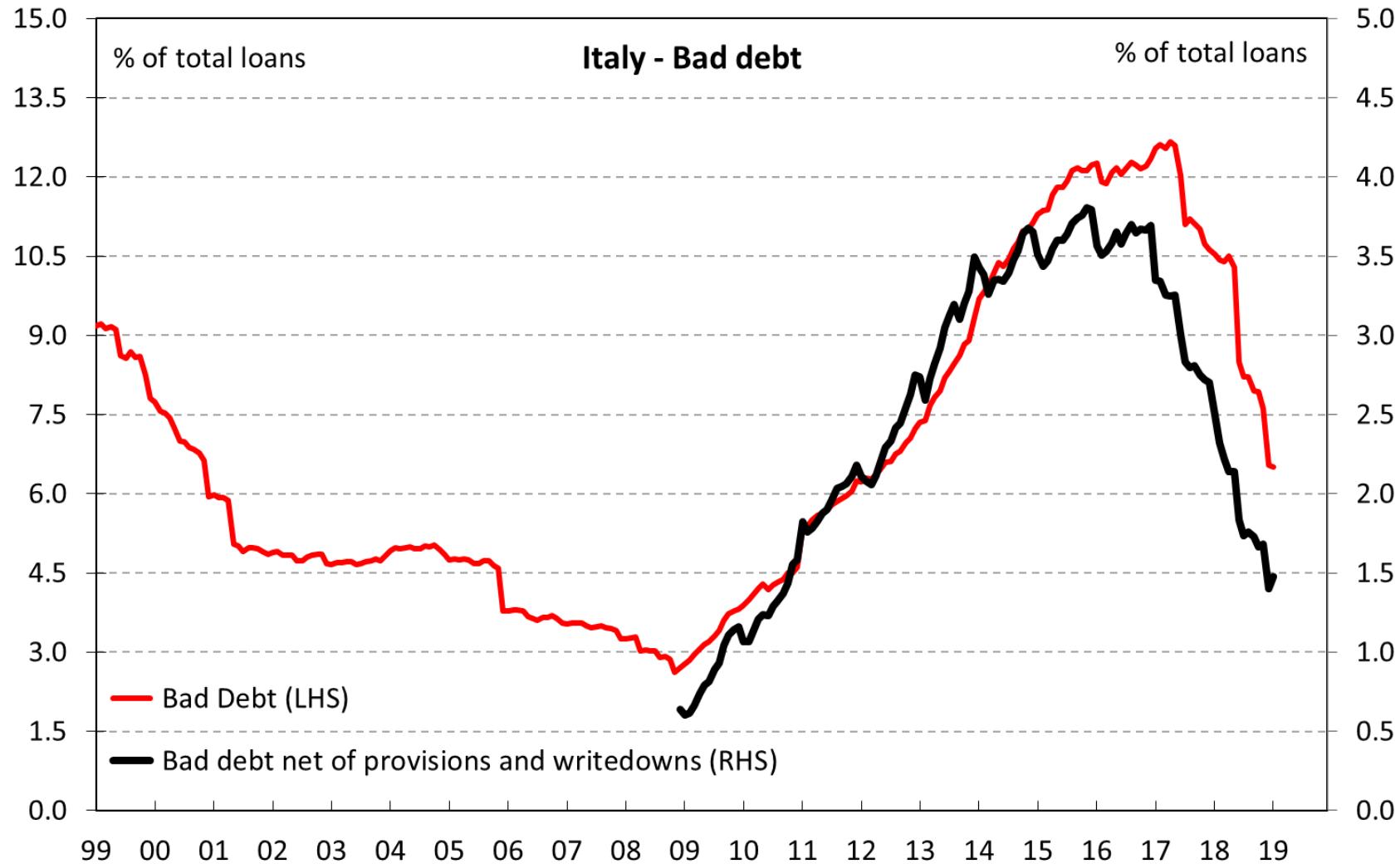
Massive issuance of MREL bail-in-able bonds? Retail buying?



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank of Italy.

ITALY – BANKING SECTOR

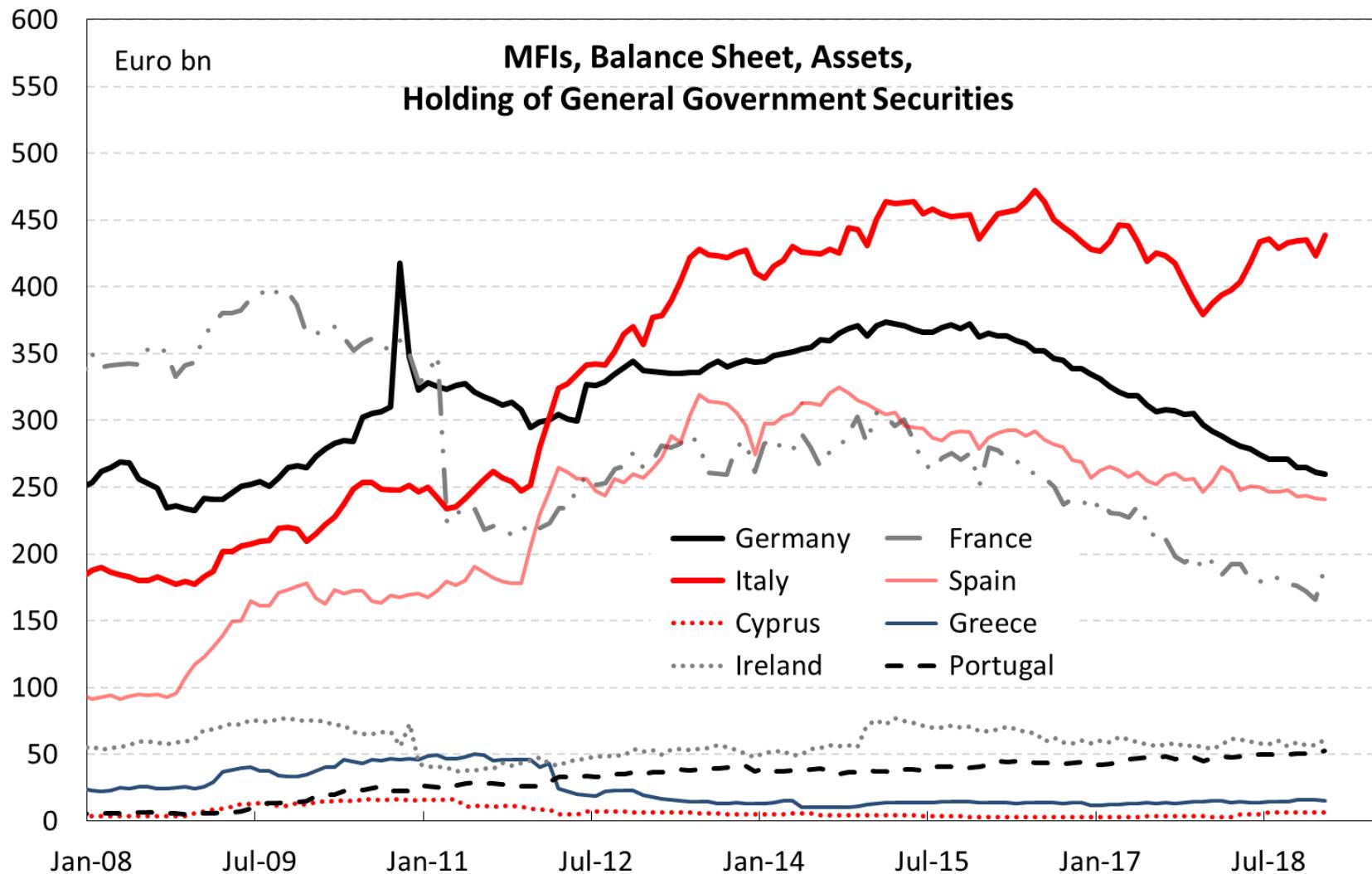
Banks have reduced NPLs forcefully, but ...



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank of Italy.

ITALY – BANKING SECTOR

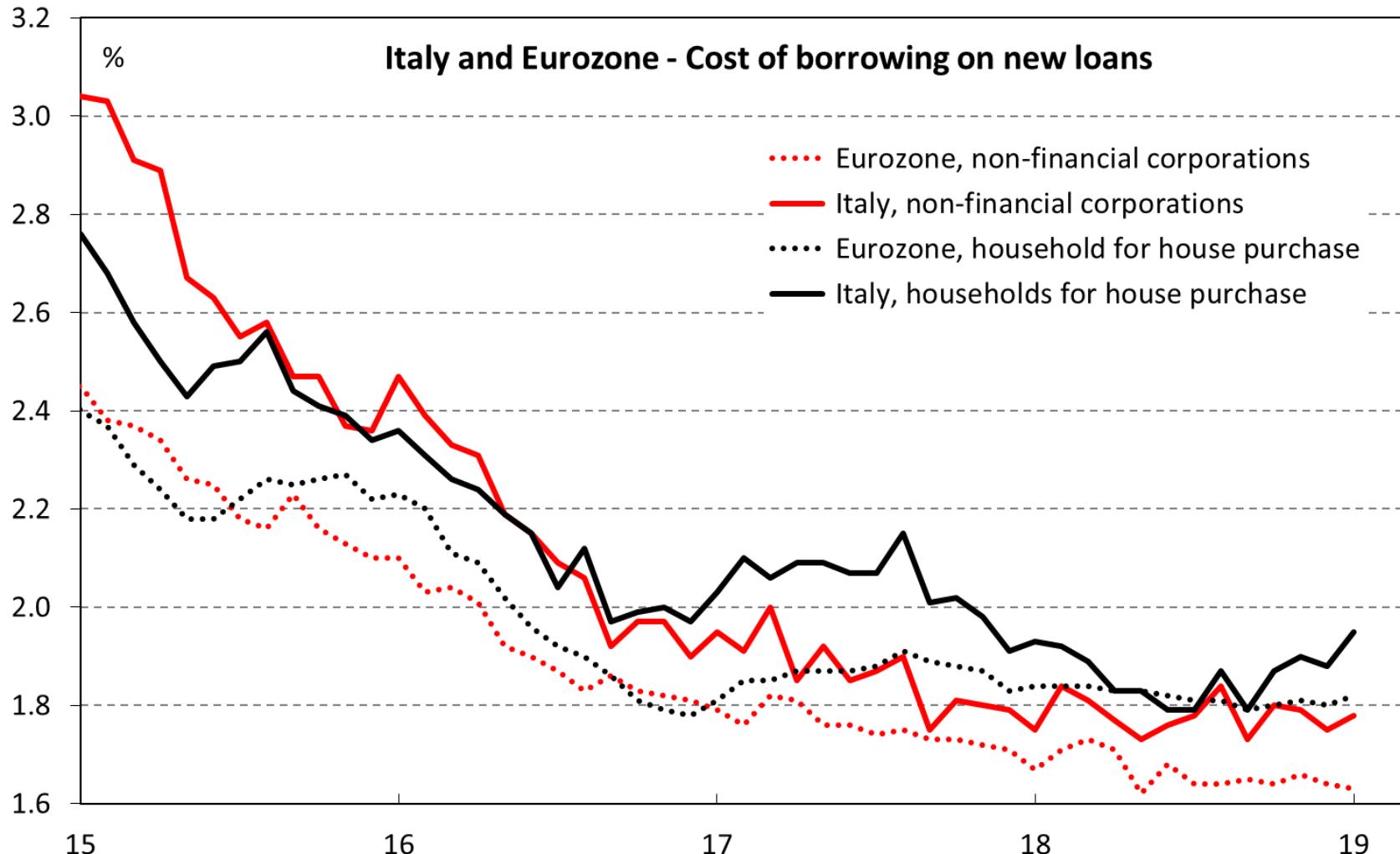
Stock of EA govies in the portfolio of Italian banks rising



Source: Thomson Reuters Datastream, ECB, LC-MA calculations.

ITALY – BANKING SECTOR

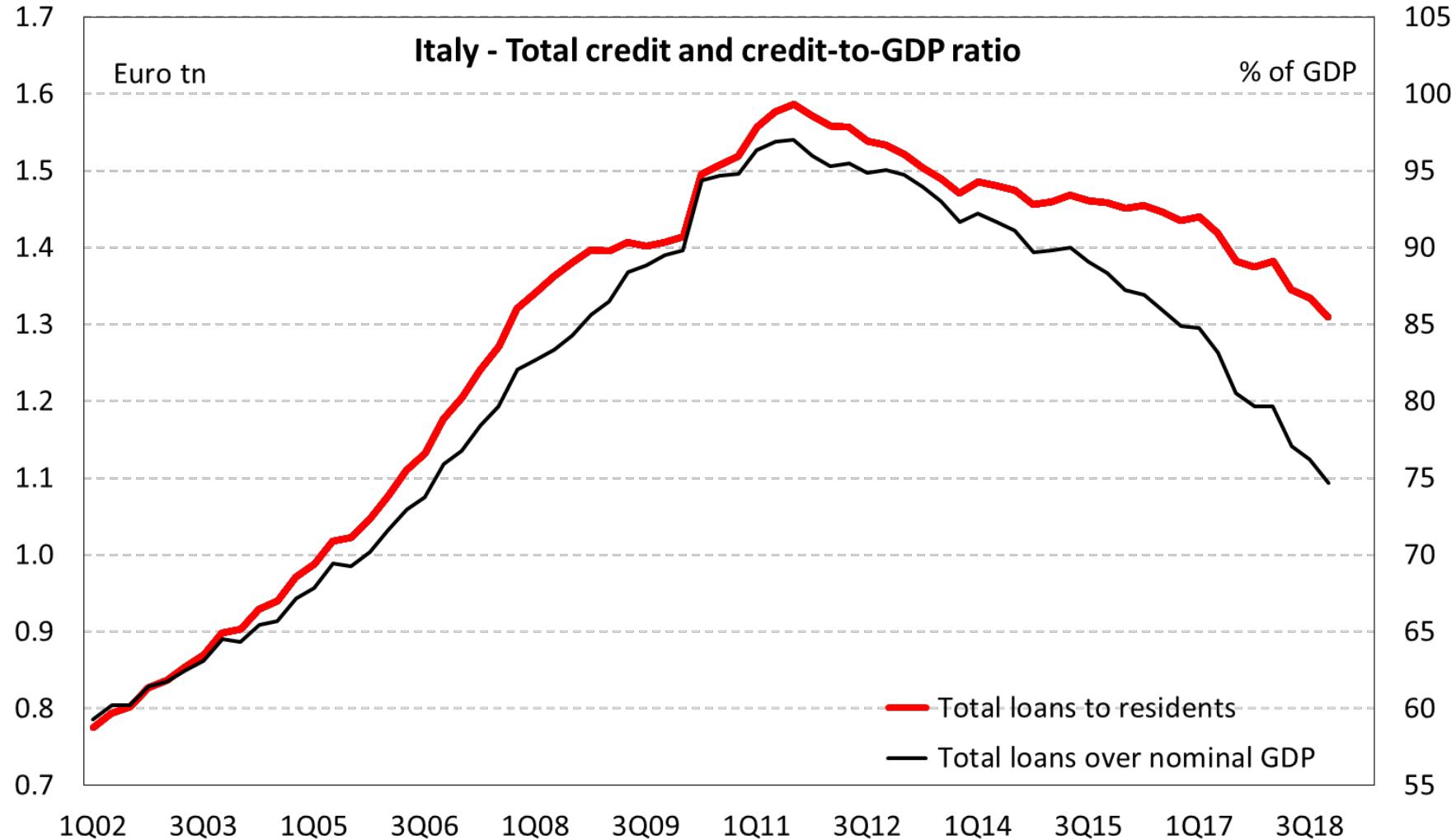
Will the cost of credit stay close to the rest of the Eurozone?



Source: ECB, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

ITALY – BANKING SECTOR

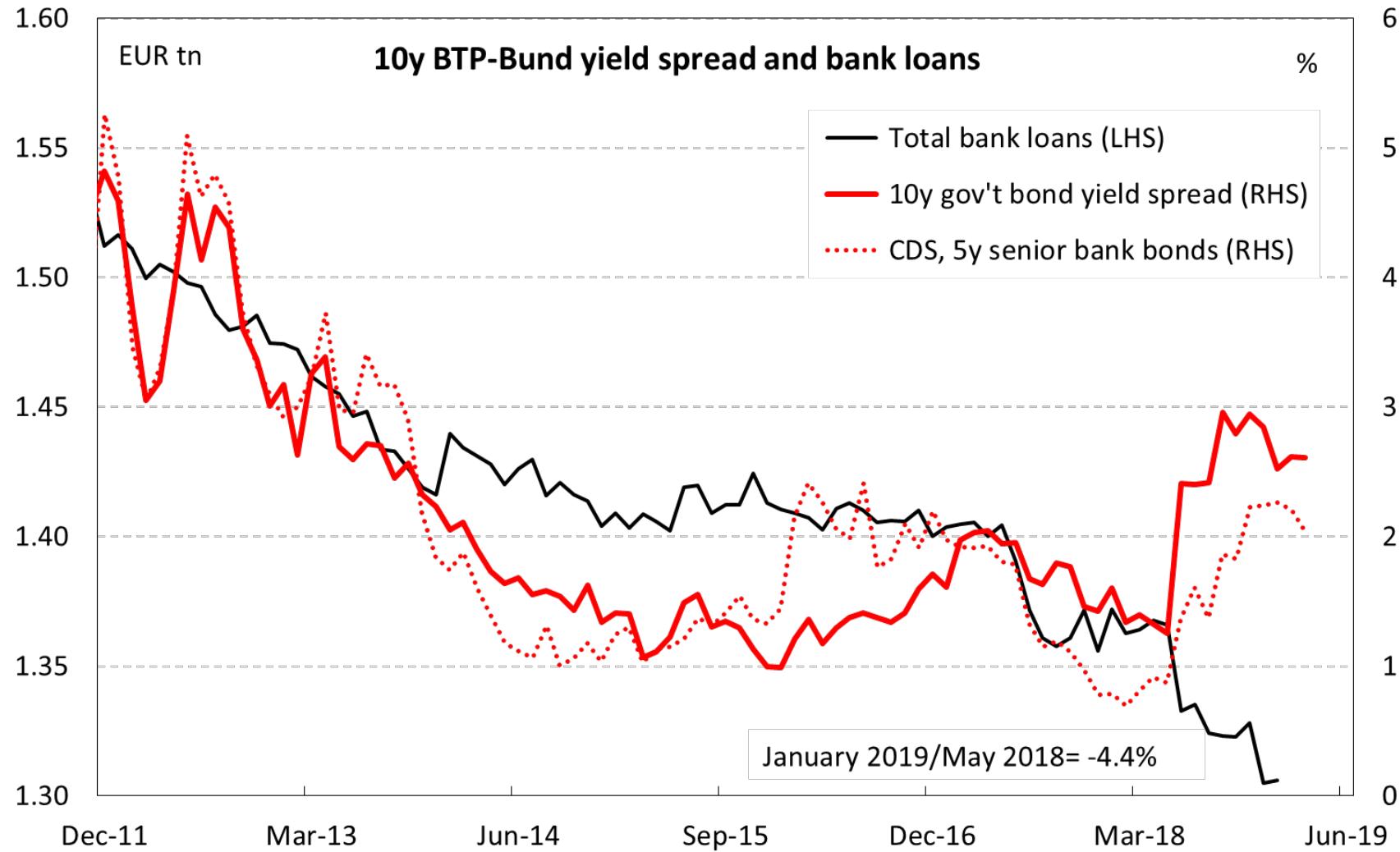
Credit not flowing: demand or supply?



Source: Thomson Reuters Datastream, Bank of Italy, LC-MA calculations.

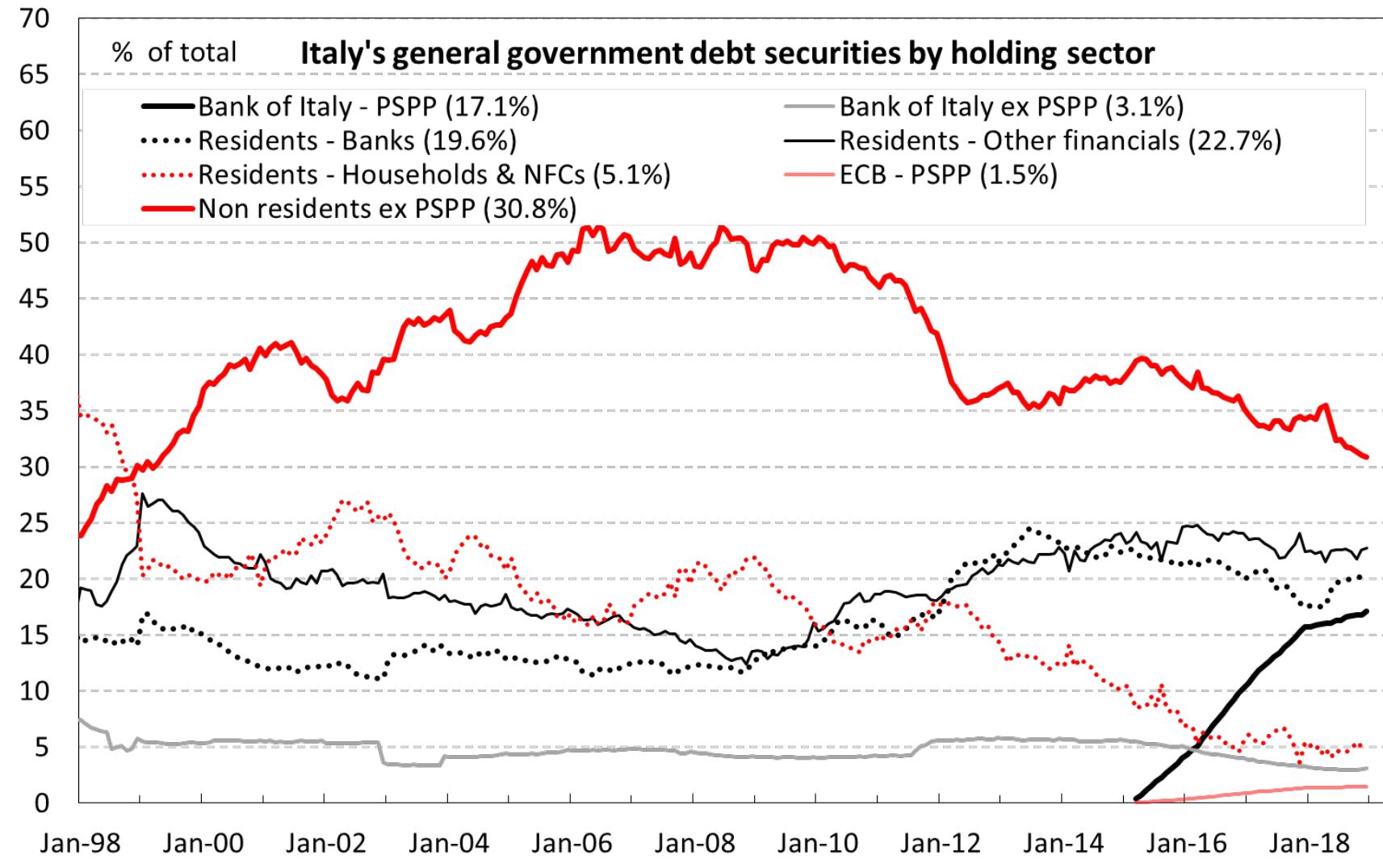
ITALY – BANKING SECTOR

Credit to the economy: much quicker reaction than in 2011



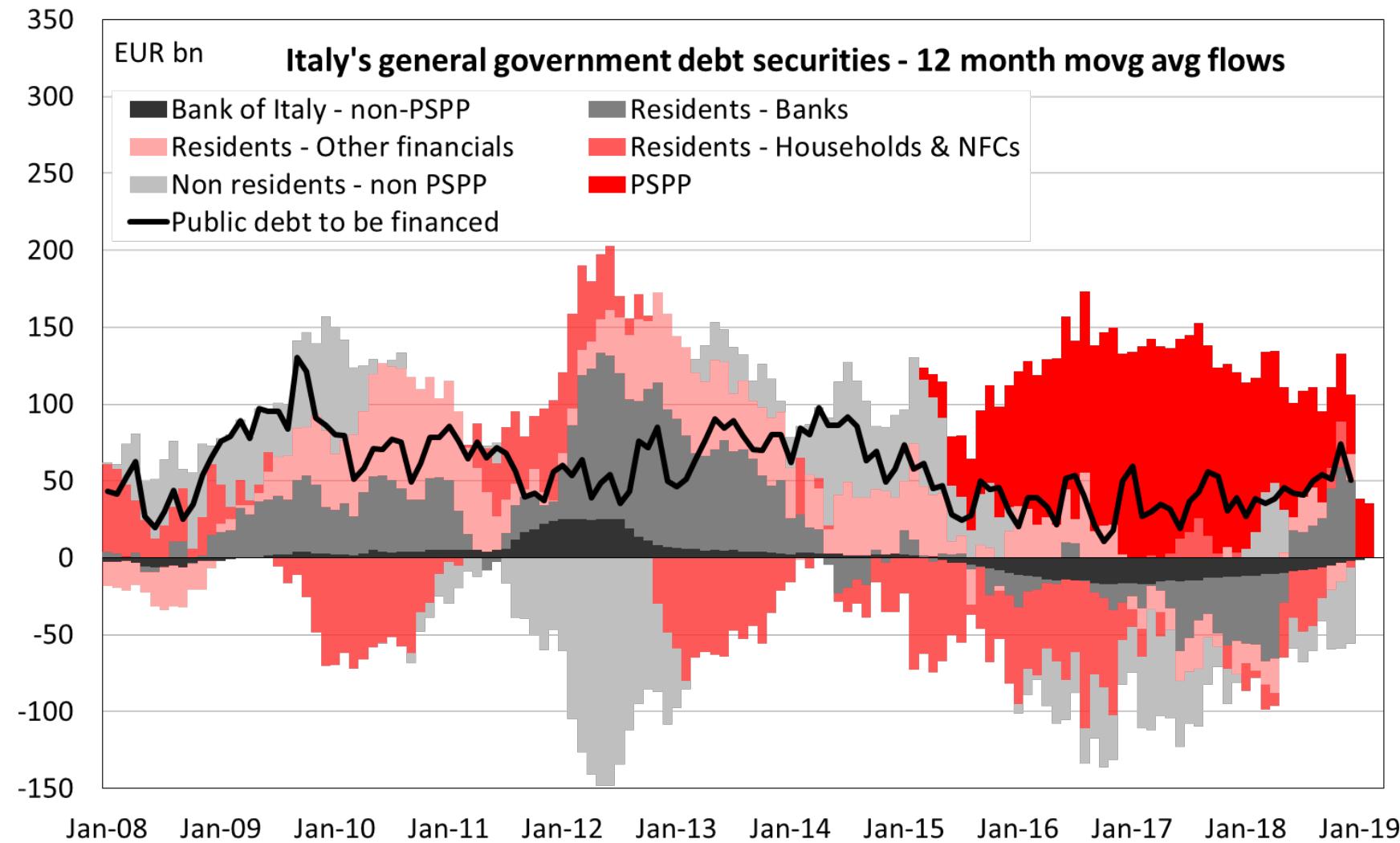
Source: Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations, 10-year constant maturity bonds.

Foreign holdings of govies steadily declining



ITALY – FINANCIAL MARKETS

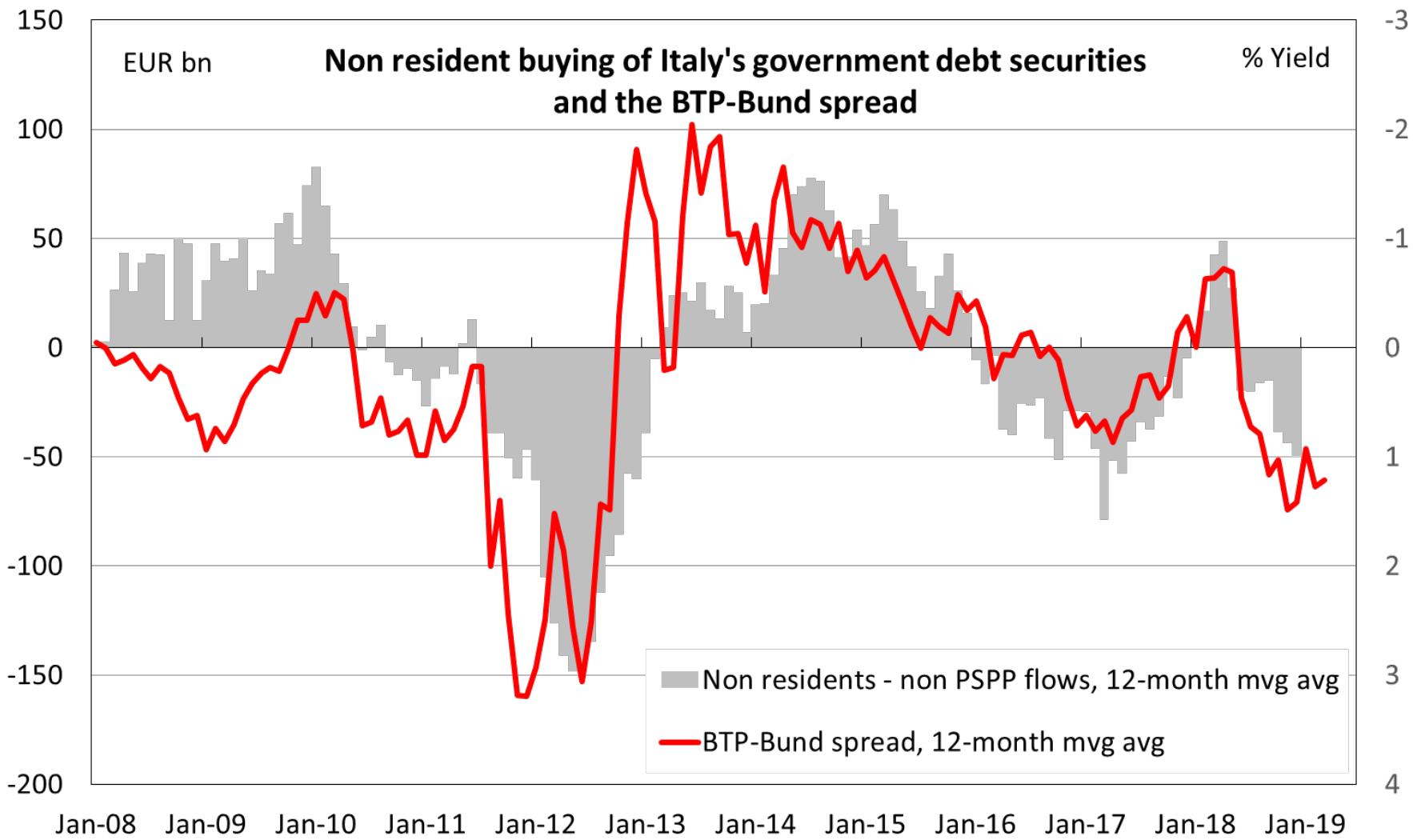
The ESCB can no longer be the only buyer of net issues



Source: Bank of Italy, ECB, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

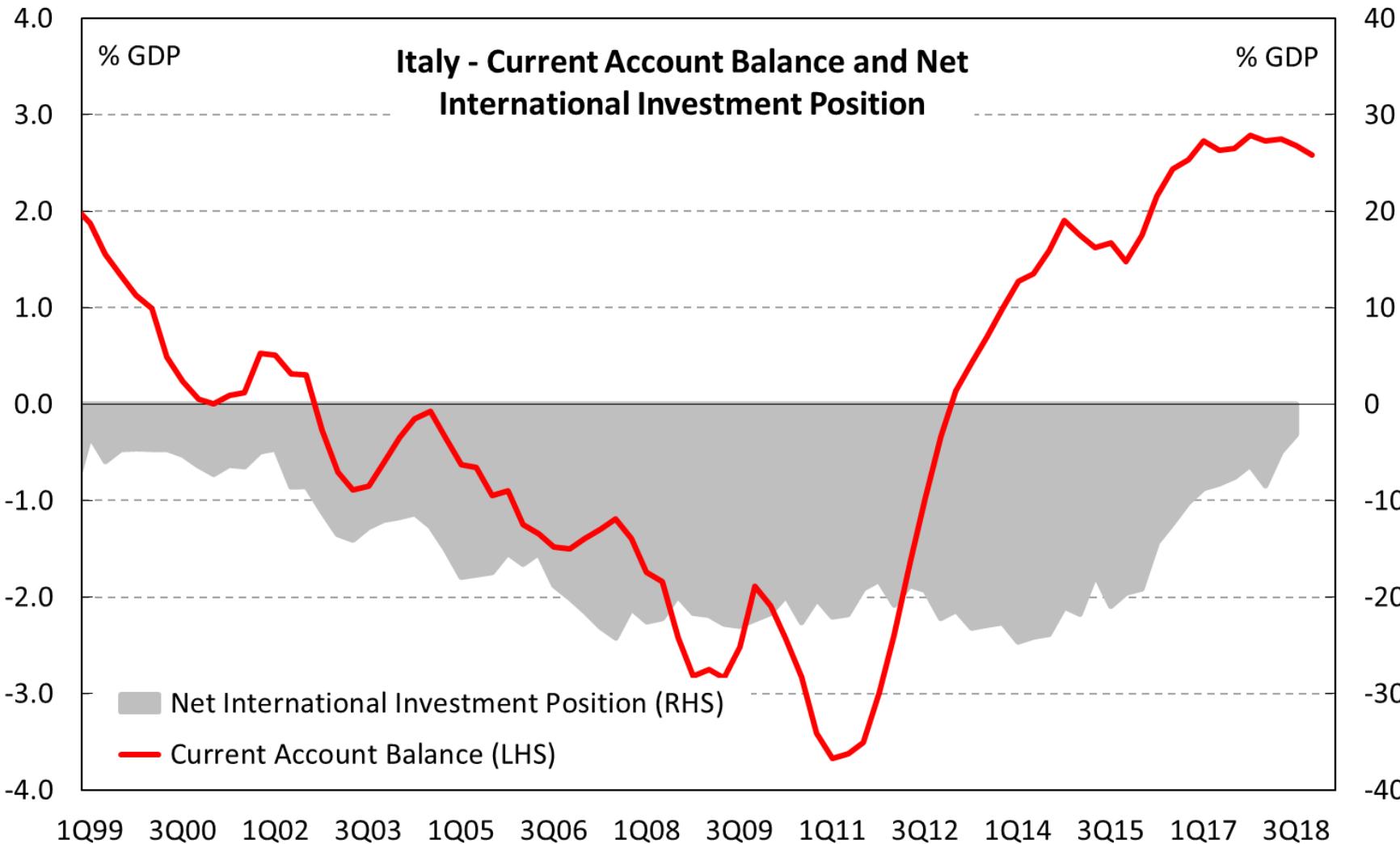
ITALY – FINANCIAL MARKETS

Foreign buyers sets the price



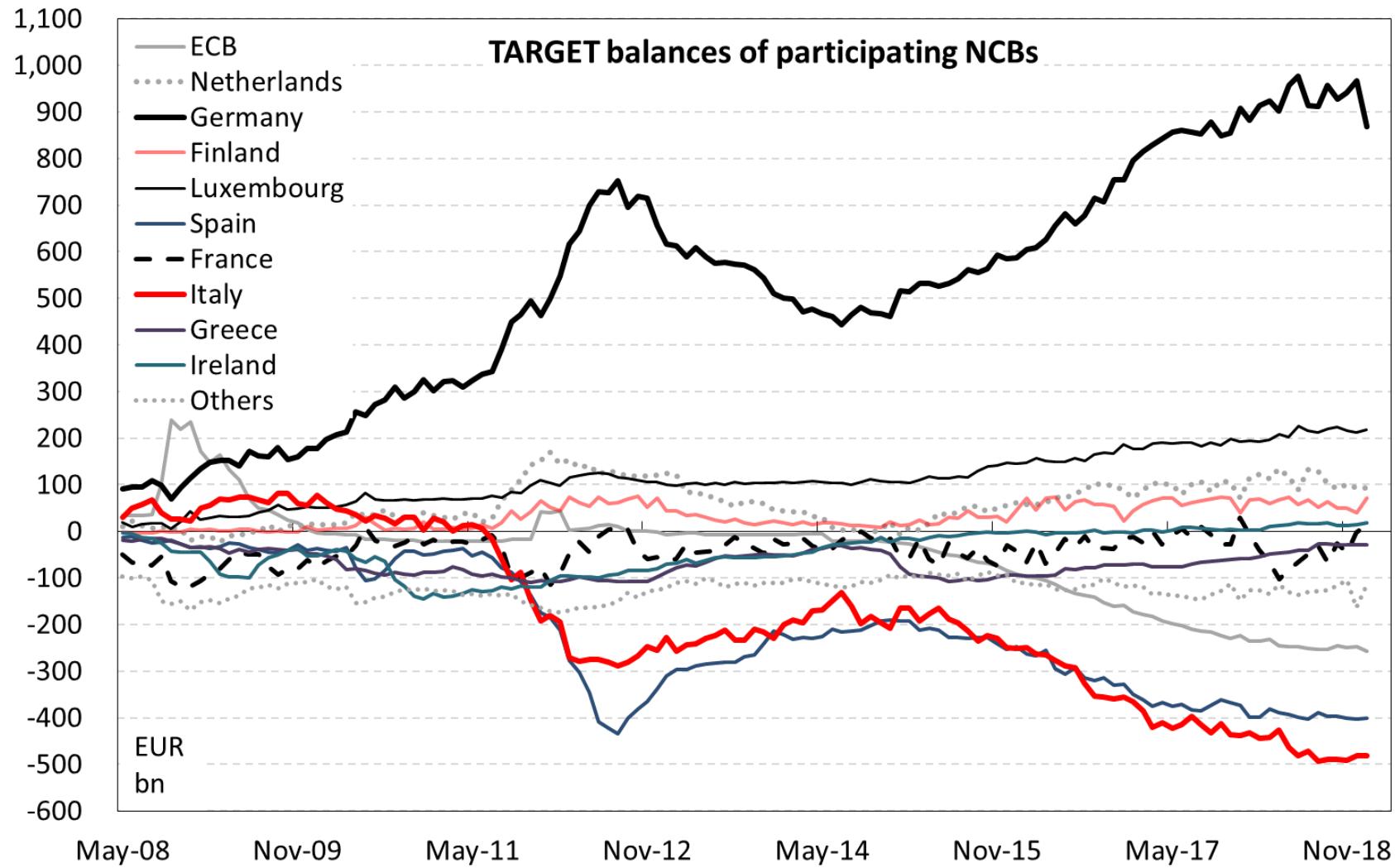
Source: Bank of Italy, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

A balance of payment approach to sustainability



ITALY – FINANCIAL MARKETS

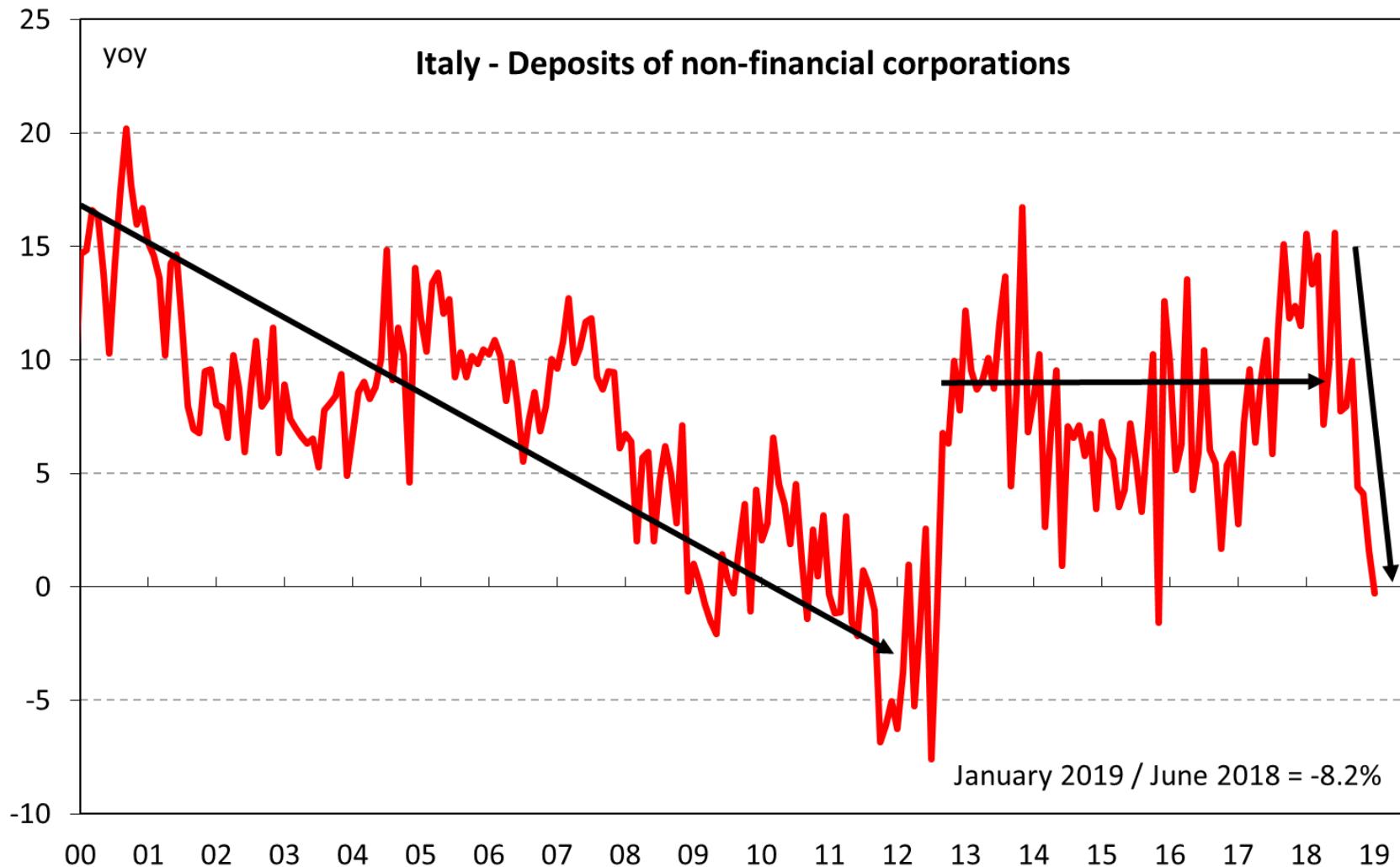
In a BoP framework, flows can only be absorbed by Target2



Source: ECB, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

ITALY – FINANCIAL MARKETS

Creeping capital outflows?



Source: Bank of Italy, Thomson Reuters Datastream, LC-MA calculations.

OUTLOOK

A slow-burning crisis or an accident waiting to happen?

- ◆ **Bond vigilantes:** Shrinking foreign demand for government paper but also creeping capital outflows. No risk of an immediate liquidity crisis, although problems will emerge on a 6-12 month horizon.
- ◆ **Rating agencies:** Rating agencies are unlikely to cause an accident, but they may move fast once it happens.
- ◆ **Banks:** It is a slow-burning crisis through the channel of credit to the economy; balance sheet deterioration may start all over again.
- ◆ **ECB:** Any chance for further stimulus?
- ◆ **The economy/politics:** Early elections?

I mercati e Bruxelles: il vincolo esterno

La sostenibilità politica e sociale è più importante di quella di bilancio. Almeno questo sembra sostenere il governo. In effetti, in democrazia conta quello che vogliono i cittadini, e le ultime elezioni hanno premiato quelle forze politiche che avevano apertamente criticato le politiche di austerità. Tuttavia, la dura legge dei numeri non è un'opinione. E tantomeno è una questione che può essere facilmente rimessa al giudizio popolare.

169

2019

84

Aspenia

La politica deve saper giocare all'interno delle compatibilità finanziarie. Questo dicono l'articolo 81 della Costituzione e le regole europee, e implicitamente anche i mercati finanziari.

Una volta esisteva il cosiddetto “vincolo esterno” (Guido Carli) che consentì all'Italia di fare i suoi principali progressi economici e finanziari. La pressione di Bruxelles per le riforme strutturali e una politica di bilancio disciplinata si traduceva in una leva per far passare al governo e al

Lorenzo Codogno, già dirigente generale al dipartimento del Tesoro del ministero dell'Economia e delle Finanze, è visiting professor alla London School of Economics e fondatore e capo economista della società di consulenza LC Macro Advisors.

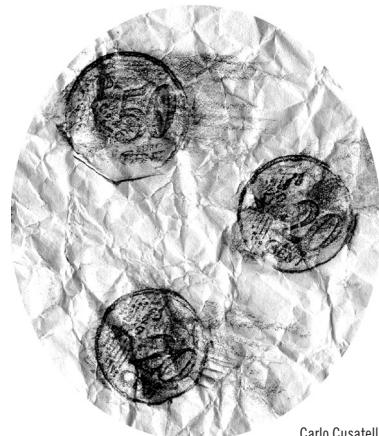
parlamento decisioni che altrimenti sarebbero state più difficili. Era un modo per indicare obiettivi di policy che erano nell'interesse generale del paese, anche se politicamente e socialmente difficili da accettare e realizzare. Serviva anche a controbilanciare gli interessi di breve periodo dei politici di turno. Era di fatto il modo per risolvere il dilemma indicato da Jean-Claude Juncker: “Sappiamo tutti cosa fare, semplicemente non sappiamo come essere rieletti dopo averlo fatto”. La tendenza dei politici a imboccare il percorso di minore resistenza, seguendo il consenso elettorale, era controbilanciato dai vincoli europei che si dovevano rispettare, sia pur controvergoglia e scaricando la responsabilità sull’Europa. Tutto questo è stato particolarmente vero durante la fase di convergenza che ha preceduto l’entrata nell’Unione monetaria, e subito dopo. Il beneficio comune dell’integrazione europea, e il benessere che si sperava avrebbe portato, era un’argomentazione così forte per l’elettorato che anche i politici più legati a interessi particolari e di breve periodo dovevano tenerlo in considerazione.

Ora sembra che i ruoli si siano rovesciati. La crisi economica iniziata nel 2007, e soprattutto la crisi del debito del 2011, hanno cambiato questa percezione. La disciplina di bilancio e le riforme strutturali non erano state pienamente introdotte e divenute parte di una coscienza collettiva, e quindi furono subito messe in discussione. Pertanto, la crisi del 2011 non soltanto fu devastante per l’economia italiana, ma inceppeò il meccanismo del consenso politico e il gioco delle parti con Bruxelles che sino ad allora aveva più o meno funzionato.

Le regole fiscali, e più in generale la *governance* dell’Europa, sono ora guardate con sospetto, se non addirittura con dichiarata ostilità. Non sono più un vincolo virtuoso ma il nemico da abbattere per salvare gli interessi nazionali. Ciò che viene definito come “austerità”, e il talvolta rigido e complesso insieme di regole e procedure che caratterizza la *governance* europea, ven-

gono viste come un'ingiusta imposizione di una ricetta economica giudicata come fallimentare.

Le istituzioni e le regole di Bruxelles sono sempre più percepite come entità astratte che impongono misure impopolari e socialmente dannose. Inoltre, il successo dell'Europa è messo in dubbio, e la significativa sottoperformance economica dell'Italia è attribuita all'Europa stessa e all'euro. Bruxelles è sinonimo di burocrazia distante e non legittimata. È il simbolo dell'élite contro il popolo.



Carlo Cusatelli

171

La *governance* europea, con tutti i suoi riti complessi e articolati, è in fondo una tigre di carta. Funziona nella misura in cui tutti ci credono e si riconoscono. Se un governo deliberatamente contravviene le regole, anche la *governance* europea è debole di fronte al volere popolare, nonostante tutti i trattati e le basi legali a supporto del suo operato. Per quanto la Commissione sia un'entità politica, eletta dal Parlamento europeo, che a sua volta è eletto dai cittadini, risulta ancora troppo distante. La legittimazione e l'autorità delle istituzioni europee non sono ancora pienamente riconosciute. E quindi in mancanza di un'accelerazione verso una piena integrazione fiscale e politica europea, anche la *governance* tende a mostrare tutti i suoi limiti. Queste difficoltà sono diventate evidenti nel difficile negoziato tra l'Italia e la Commissione europea sulla Legge di Bilancio. L'Europa è ancora debole,

così come lo è la sua legittimità politica. Deve inevitabilmente far leva su complesse procedure e cornici normative che alla fine hanno un solo obiettivo: incanalare le scelte nazionali di politica economica verso obiettivi comuni, ma senza avere i poteri e gli strumenti democratici per poterlo imporre. Dal lato europeo, è sempre più evidente la difficoltà a disegnare meccanismi e procedure che siano condivisi e che producano i risultati desiderati, ovvero favoriscano politiche di bilancio sostenibili, consentendo loro di svolgere in pieno il ruolo anticyclico e di stabilizzazione. Inoltre, è sempre più difficile avere procedure efficaci e trasparenti che allo stesso tempo siano percepite come pienamente legittime.

La crisi ha poi lasciato cicatrici profonde nelle relazioni tra gli Stati dell'Unione Europea, soprattutto tra quelli dell'area dell'euro, e traspare un senso di sfiducia reciproca che blocca qualsiasi iniziativa in direzione di un'ulteriore integrazione e condivisione di politiche e istituzioni comuni. Le iniziative intraprese di recente appaiono prevalentemente indirizzate a formare una cintura di sicurezza attorno all'Italia, per evitare che i problemi delle economie in difficoltà contagino il resto dell'Europa.

Sono state approvate – con il benestare del governo italiano e con il silenzio quasi totale dei media – alcune iniziative che potrebbero fare molto male all'Italia in futuro. Che l'Italia fosse troppo grande per essere aiutata dagli altri paesi europei lo si sapeva; che gli altri paesi europei avrebbero preteso un programma pieno per l'Italia (la Troika per intenderci), prima di ogni aiuto o finanziamento, compreso quello possibile della Banca centrale europea nell'ambito dell'OMT (Outright Monetary Transactions), era anch'esso noto.

Ma le decisioni del dicembre 2018 hanno reso palese quello che molti sospettavano, ovvero che gli altri paesi europei si stanno preparando a una crisi potenziale dell'Italia. Come? In primis è stato deciso di introdurre linee di finanziamento precauzionali, senza condizionalità, per i paesi che

rispettano pienamente le regole fiscali europee. Questi sono i cosiddetti “spettatori innocenti”, quei paesi come l’Irlanda che potrebbero essere travolti dal contagio di una crisi finanziaria che parte dall’Italia. Secondo, non è stato approvato un secondo tipo di assistenza finanziaria, con condizionalità limitata, che avrebbe potuto esser di aiuto all’Italia in caso di necessità. Inoltre, è passata una modifica tecnica (“single-limb CAC”) che facilita la ristrutturazione del debito con i creditori privati. Infine, ed è forse la modifica più importante, è passato il principio che prima di qualsiasi assistenza finanziaria il debito del paese dev’essere dichiarato sostenibile del Meccanismo europeo di Stabilità e dalla Commissione europea. Va anche notato che le aspettative sull’introduzione di un modesto e simbolico bilancio europeo sono state disattese dal vertice di dicembre. In modo più o meno esplicito, tutto questo significa che se l’Italia non riuscisse più a collocare il suo debito pubblico e dovesse domandare un aiuto finanziario europeo, la prima cosa che le verrebbe chiesta sarebbe la ristrutturazione del suo debito pubblico, prima ancora di intavolare qualsiasi discussione.

Il governo dovrebbe dunque spiegare ai cittadini italiani quello che accadrebbe se dovesse completamente venir meno la disciplina di bilancio e la fiducia dei mercati finanziari. In questo vuoto e in questa mancanza di efficacia delle regole e delle istituzioni europee, il vincolo più stringente rimane quello dettato dalla disciplina dei mercati finanziari. Se la *governance* fiscale europea è una tigre di carta, i mercati finanziari non lo sono.

Sarà stata una coincidenza, ma l’atteggiamento del governo sulla Legge di Bilancio è cambiato quando l’asta del BTP Italia del novembre 2018 è andata in modo molto deludente. Questo evento ha fatto capire al governo che non poteva contare sui risparmiatori italiani per rimpiazzare il diminuito interesse di quelli esteri. Peraltro, anche gli investitori italiani stanno riducendo la loro esposizione ai titoli di Stato. Il governo non può neppure più contare

sulle banche e sulle altre istituzioni finanziarie residenti, che sono alle prese con vincoli stringenti di bilancio e di regolamentazione finanziaria.

Anche il sistema delle banche centrali europee non è più in grado di aiutare: a partire da gennaio vi è stato l'azzeramento degli acquisti netti che avevano garantito negli ultimi 3-4 anni una copertura quasi totale delle necessità finanziarie dello Stato. E allora chi comprerà i titoli di Stato italiani? Se il governo preserverà quello che è rimasto della credibilità e della disciplina di bilancio, allora continuerà ad avere accesso ai mercati finanziari. In caso contrario si aprirebbe la strada impervia della ristrutturazione del debito pubblico.

Il vincolo esterno dei mercati finanziari è in effetti un meccanismo micidiale. In un'unione monetaria, non è più possibile utilizzare la politica monetaria e il cambio per ammortizzare gli shock economici e finanziari specifici a ciascun paese. In assenza di strumenti finanziari che consentano di mutualizzare i rischi sul debito pubblico (varie possibili forme di *eurobonds* e/o di capacità fiscale europea), uno shock anche modesto rischia di trasformarsi in un irrigidimento delle condizioni finanziarie interne del paese, peggiorando ulteriormente e pro-ciclicamente l'andamento dell'economia reale.

Le tensioni nei mercati finanziari tendono a trasmettersi all'economia soprattutto attraverso il canale creditizio, con un irrigidimento dell'offerta di credito e un aumento del costo di finanziamento. Segnali in tal senso si sono già materializzati. In un'unione monetaria questi effetti tendono ad amplificare lo shock finanziario per il paese che non rispetta le regole ed è a rischio di sostenibilità, ben al di là dell'aumento del costo di finanziamento del debito pubblico. La disciplina imposta dai mercati finanziari è ancora efficace, anzi lo è ancora più che in passato. Tuttavia, è un vincolo imperfetto, non efficiente e rischioso. Le sue conseguenze ultime di fatto sancirebbero il fallimento della *governance* europea, nonché quella delle politiche economiche nazionali che hanno dato avvio alla nuova crisi.

Italy's Coming Banking Crisis

*The rest of Europe is
losing patience.*

BY LORENZO CODOGNO

There are lessons that the European Union has learned about banking crises, but it is still not clear how it can avoid the next one in Italy. Economic and political developments in the European Union and the still-unfinished banking union make any effort all the more complicated, and leave open the issue of how Italian banks can adequately be backstopped.

The end of quantitative easing by the European Central Bank, the spread of populism and Euroskepticism, the fresh fall into recession in the second half of 2018, the deterioration in debt dynamics, and the related renewed pressure on government bond yields may mark the start of a new wave of banking problems. Italy's banking sector may be hit before it adequately addresses remaining vulnerabilities and leftovers of the previous crisis.

What has been the policy and banking response since the previous crisis?

In 2011, Italy experienced a quasi-credit crunch. The debt crisis touched Italy's specific weaknesses, with poor economic performance in the years preceding the crisis and a very high debt-to-GDP ratio. Banking problems were the direct consequence of the government debt crisis and the downturn in the economy. Italian banks suffered

Lorenzo Codogno is Visiting Professor in Practice at the London School of Economics' European Institute, and founder and chief economist of Lorenzo Codogno Macro Advisors Ltd.

THE INTERNATIONAL ECONOMY

THE MAGAZINE OF INTERNATIONAL
ECONOMIC POLICY

2201 Street, N.E., Suite 200

Washington, D.C. 20002

Phone: 202-861-0791

Fax: 202-861-0790

www.international-economy.com

editor@international-economy.com

from a *de facto* closure of the eurozone interbank market and the related difficulties in funding their financing gap. The perceived higher lending risk translated into higher spreads versus money market rates and prompted banks to ask for increased guarantees and collaterals to clients. The reduced supply of credit and the higher perceived risk increased the cost for borrowers, especially for small- and medium-sized enterprises. The negative loop, in turn, affected the quality of the credit portfolio of banks. Italy quickly became the focus of financial markets' attention and a threat to the stability of the whole eurozone, given the size of its economy and public debt.

Addressing banking problems in earnest was a plus for the EU countries that did it. Government intervention to support the banking sector in the initial stage of the crisis was indeed massive across Europe, and it appears it reduced the negative economic impact of the crisis and allowed a quicker recovery in credit.

Italy missed that opportunity. Policymakers and banks did not recognize promptly enough the fast deterioration in non-performing loans, and their effect on lending and the broader economy. Moreover, the high debt-to-GDP ratio constrained any possible government intervention. As a result, market worries remained elevated until 2016, despite underlying improvement in the economy and the banking sector. Banking problems in Italy required substantially less public money than in other countries, but the smaller and delayed intervention came at a price for the economy. At the end of 2016, the Italian government allotted €20 billion to

*Other European countries are
preparing for Italy's default.*

set up a fund for intervention in favor of banks through different instruments. *De facto*, this injection of public funds provided confidence in financial markets and stabilized the situation.

In March 2018, the populist anti-establishment Five Star Movement and the League won Italy's general elections and, in early June, formed a government together. Italy's growth was still at the lower end of the range of euro-area countries before elections, although it was steadily recovering. Since then, concerns about fiscal and structural policies of the new government, on top

of a slowdown in euro-area growth, have spread another bout of tensions in Italy's government debt, with major banks' credit default swaps following suit. The transmis-

Addressing banking problems

in earnest was a plus for

the EU countries that did it.

Italy missed that opportunity.

sion channel of a possible new crisis remains the banking sector, partly due to the sovereign-bank doom loop that has remained in place since the 2011 crisis.

A Bank of Italy study, based on the years of the crisis, shows that a 100-basis-point increase in the ten-year government bond yield spread increases fixed-term deposit and repo rates by 40 basis points, rates on new corporate bonds by 100 basis points, rates on loans to non-financial corporations by 70 basis points, and mortgage rates by 30 basis points within a quarter, while it reduces the Common Equity Tier 1 capital of banks by 50 basis points. However, the situation this time looks different. It is no longer a liquidity crisis. In fact, the interbank market has never recovered since the 2011 crisis and remains effectively closed, but banks have received stable funding from the ECB. While banks are far better capitalized, bank regulation is much tighter, and thus bank capital constraints may emerge sooner. On balance, it appears likely that the negative impact on banks stemming from the widening of spreads will be milder and delayed relative to 2011. The widening of yield spreads started in late May 2018 and produced its first effects on supply and cost of credit at the end of 2018.

There are still leftovers from the previous crisis, as the recent case of Banca Carige suggests. Moreover, there are a few other smaller troubled banks, which may require additional intervention. Still, these banks represent a tiny part of the Italian banking sector and, although sometimes systemic in some areas, they indeed do not pose a widespread stability issue. With the economy expanding moderately, these cases could have easily been absorbed. However, the issue now is the impact

Continued on page 80

Continued from page 57

that the new downturn in the economy and widening spreads may have on the banks over time, while many unresolved issues both domestically and at the European level remain.

In the context of an incomplete Union and ahead of the May 2019 European parliamentary elections, European politicians do not call for “more Europe”

The interbank market has never recovered since the 2011 crisis, but banks have received stable funding from the ECB.

and speedier completion of the banking union. Instead, there is almost a sense of dizziness and rejection. The crisis has left scars in the relations among European Union member states, and especially among those in the euro area, and there is a sense of mutual distrust that is blocking any initiative towards further integration and sharing of policies and common institutions.

At the December 14, 2018, Euro Summit, there was not much progress in completing the banking union. European leaders decided that the European Stability Mechanism will take on the role of backstop in bank resolutions. The backstop will be activated when the resources of the Single Resolution Fund are insufficient, effectively doubling them, but the provision will become fully operational only by 2024. Moreover, the SRF is not aimed at addressing systemic and widespread issues, but only isolated bank problems.

Broader problems in the banking sector of a single country should be addressed by using different financial assistance instruments at the disposal of the ESM to support countries, which in turn would help their banking sector, as it happened for Spain in the past. However, it seems the initiatives undertaken recently were mainly aimed at ring-fencing Italy, to prevent its problems from affecting the rest of the European Union, rather than addressing them directly.

With the blessing of the Italian government and with the almost complete silence of the media, European leaders approved initiatives that could impinge on

Italy’s ability to address future banking crises without a full-fledged ESM program. That Italy was too big to be helped by other European countries was known; that the other European countries would have demanded a full program for Italy, before any aid or funding, including the possible one of the ECB in the context of the Outright Monetary Transactions, was also well known. However, the December decisions have made clear what many suspected, namely that other European countries are preparing for Italy’s default.

First, it was decided to introduce a precautionary funding line, without strict conditionality, for those countries that fully comply with European fiscal rules. These are mainly aimed at the so-called “innocent bystanders,” that is, those countries like Ireland that could be affected by the contagion of a financial crisis that starts from another country, say Italy. Second, another type of financial assistance with limited conditionality was not approved, which could have helped Italy in case of need. Furthermore, a technical change (single-limb collective action clause) was approved that facilitates debt restructuring with private creditors. Finally—and perhaps the most important change—it passed the principle that before any financial assistance, the country’s debt must be declared sustainable by the ESM and the European Commission. It should also be noted that the possibility of introducing a modest and symbolic European fiscal capacity was quickly dismissed. In a more or less explicit way, all this means that if Italy

Many unresolved issues both domestically and at the European level remain.

loses market access and asks for European financial aid, the restructuring of its public debt would be the first requirement from other countries, before even starting any discussion.

With a still incomplete European banking union and no significant progress in economic and financial integration, Italy’s misguided domestic policies may well lead to another banking crisis over time, with little desire in the European Union to find, or even seek, a backstop for the country, let alone its banks. ♦