

Antrag

des Bundesministeriums der Finanzen

Irland: Vorzeitige teilweise Rückzahlung von IWF-Finanzhilfe; Einholung eines zustimmenden Beschlusses des Deutschen Bundestages nach § 3 Absatz 2 Nummer 2 des Stabilisierungsmechanismusgesetzes

Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen – 2014/0800932 – vom 26. September 2014

Der Bundestag wolle beschließen:

Die Republik Irland beabsichtigt, einen Teil ihrer 2010 empfangenen Finanzhilfe vorzeitig an den Internationalen Währungsfonds (IWF) zurückzuzahlen. Um diese Rückzahlung zu ermöglichen, beantragt das Bundesministerium der Finanzen die Zustimmung des Deutschen Bundestages gemäß § 3 Absatz 2 Nummer 2 des Stabilisierungsmechanismusgesetzes (StabMechG) zu einer Ausnahme von der in der Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität mit Irland enthaltenen Klausel über die parallele proportionale vorzeitige Tilgung von Darlehen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) durch Irland in Höhe von bis zu 18,3 Mrd. Euro. Damit würde die Bundesregierung ermächtigt, im Direktorium der EFSF entsprechenden Beschlussvorschlägen zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zuzustimmen. Der entsprechende Antrag Irlands an die EFSF ist in der Anlage 1 beigelegt.

Begründung

Irland hat im Rahmen seines makroökonomischen Anpassungsprogramms der Jahre 2010 bis 2013 Finanzhilfen in Höhe von insgesamt 67,5 Mrd. Euro von der EFSF, vom Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), vom IWF sowie von den bilateralen Geberländern Großbritannien, Schweden und Dänemark erhalten. Um Zinskosten einzusparen, strebt Irland nun die vorzeitige Rückzahlung eines Großteils seines Kredits des IWF an. Die Finanzhilfevereinbarungen Irlands mit der EFSF, dem EFSM und den bilateralen Gebern beinhalten Klauseln, die Irland im Fall einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF auch zu einer parallelen Tilgung gegenüber diesen Gläubigern in proportionaler Höhe verpflichten würden.

Die Finanzminister der EU-Mitgliedstaaten haben das irische Anliegen im Grundsatz begrüßt, sofern sich hierdurch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Irlands verbessert, Konsens unter allen europäischen Gläubigern bezüglich der Ausnahme von der Parallelitätsklausel besteht und der IWF in der Nachprogrammüberwachung eingebunden bleibt.

Konkret beabsichtigt Irland, einen Teilbetrag von bis zu 18,3 Mrd. Euro seines insgesamt umgerechnet 22,5 Mrd. Euro umfassenden IWF-Kredits in drei Raten über 12 bis 18 Monate beginnend ab Ende dieses Jahres vorzeitig zu tilgen. Die formale Umsetzung einer Nichtanwendung der Parallelitätsklausel soll voraussichtlich durch Beschluss des EFSF-Direktoriums unmittelbar vor jeder der drei vorgesehenen vorzeitigen Rückzahlungsraten erfolgen. Die mit dem vorliegenden Schreiben erbetene Zustimmung des Deutschen Bundestages zur Ausnahme von der Parallelitätsklausel bei der EFSF erstreckt sich auf alle damit verbundenen Beschlüsse des EFSF-Direktoriums. Die effektive Gesamtkostenbelastung aus dem IWF-Kredit und Absicherungsgeschäften beträgt irischen Angaben zufolge derzeit knapp 5 Prozent. Nachdem die Risikoaufschläge auf irische Staatsanleihen unter anderem im Zuge der erfolgreichen Programmumsetzung stark gesunken sind, weist der IWF-Kredit inzwischen also eine höhere Zins- und Gebührenbelastung auf als eine Finanzierung Irlands über den Kapitalmarkt. Die Finanzhilfen der europäischen Gläubiger hingegen beinhalten nach den in der Vergangenheit vereinbarten Anpassungen geringere Zinssätze bzw. längere Laufzeiten als die des IWF. Eine vorzeitige Ablösung dieser Finanzhilfen wäre für Irland daher wirtschaftlich nicht sinnvoll.

In einer gemeinsamen Note (Anlage 2) bestätigen die Troika-Institutionen und der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) die positive Wirkung einer solchen Operation auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Irlands. Das Land könnte ihren Berechnungen zufolge Zinskosten von kumuliert rund 2,1 Mrd. Euro (1,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts von 2013) über die nächsten Jahre einsparen. Selbst bei einer Marktfinanzierung zu Zinssätzen leicht über dem heutigen Niveau schätzen die Institutionen die Ersparnis noch als erheblich ein. Dies dürfte Irland nicht zuletzt bei der Einhaltung seiner Verpflichtungen aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, darunter der Rückführung des Haushaltsdefizits unter die 3-Prozent-Schwelle ab dem kommenden Jahr, unterstützen. Eine Anschlussfinanzierung über Staatsanleihen mit längerer Laufzeit als die abzulösenden IWF-Tranchen kann zudem dazu beitragen, das Laufzeitprofil Irlands zu verbessern und Refinanzierungsrisiken zu senken. Eine so verbesserte Tragfähigkeit kann die Rückzahlungsfähigkeit Irlands für die verbleibenden Finanzhilfen stärken.

In den Schreiben an die EFSF (Anlage 1) und den Vizepräsidenten der Europäischen Kommission Jyrki Katainen (Anlage 4) bekräftigt Irland, die Ausnahme von der Parallelitätsklausel von allen europäischen Geldgebern zu beantragen.

Bei der geplanten Ausgestaltung bliebe der IWF über seine Nachprogrammüberwachung in Irland eng engagiert. Die halbjährlichen Prüfungen der wirtschaftlichen, fiskalischen und finanziellen Situation durch die Europäische Kommission zusammen mit der Europäischen Zentralbank würden also weiterhin in enger Kooperation mit dem IWF erfolgen. Die Nachprogrammüberwachung zielt darauf ab, ein Land nach der Inanspruchnahme von Finanzhilfen bei der weiteren Umsetzung einer gesunden Finanz- und Wirtschaftspolitik zu unterstützen und so seine Bonität zu sichern.

Angesichts der Bestätigung der Troika-Institutionen und des ESM über die Verbesserung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Irlands, der breiten grundsätzlichen Unterstützung einer Ausnahme von der Parallelitätsklausel im Kreis der EU-Partner sowie des Verbleibs des IWF in der Nachprogrammüberwachung steht die Bundesregierung dem irischen Anliegen in der skizzierten Form positiv gegenüber. Eine Beschlussfassung auf europäischer Ebene ist im Umlaufverfahren bis Freitag, den 10. Oktober 2014 Dienstschluss vorgesehen. Diese Zeitplanung würde es Irland erlauben, die Maßnahme in seinem Haushaltsentwurf für das Jahr 2015 zu berücksichtigen, welcher bis Mitte Oktober dieses Jahres der Europäischen Kommission vorzulegen ist.



An Roinn Airgeadais
Department of Finance

Anlage 1
Oifig an Aire
Office of the Minister

Mr. Klaus Regling
Managing Director
European Financial Stability Facility
6a, Circuit de la Foire Internationale
L - 1347 Luxembourg

19 September 2014

Dear Klaus,

I wrote on the 27th of August outlining my proposal for early repayment of a proportion of our IMF loans and seeking the EFSF's support for this initiative. As you are aware the proposal received broad political support from Ministers at the Informal ECOFIN (Milan, 13 September), subject to national approval procedures being satisfied.

I now write to formally request the EFSF's agreement to this proposal which is set out below:

Ireland proposes to repay up to €18.3 billion euro of its IMF programme loans and to replace these with less expensive market-based funding.

In order for the proposal to be successful, I hereby seek a waiver of the *mandatory proportionate prepayment* provision in our loan agreement with the EFSF in order to facilitate this proposed early repayment. (Article 7(3) of the EFSM Loan Facility Agreement, Article 7(2) of the EFSF Master Financial Assistance Facility Agreement and also Article 6(2) in each of the Loan Facility Agreement and First and Second Financial Assistance Facility Agreement.)

I am also writing to the bilateral lenders, Sweden, the Kingdom of Denmark and the United Kingdom, and to the EFSM on the same basis.

The repayment of the IMF loans will be conducted in a phased and measured fashion which will take account of how the financial markets respond to the replacement debt issuance involved. We also intend to retain a significant element of IMF funding which will maintain the IMF's participation in post-programme monitoring for the duration initially envisaged, which is out to 2021.

In implementing this proposal I can confirm that the conditions specified in the Informal Ecofin's political agreement, as set out below, will be met:

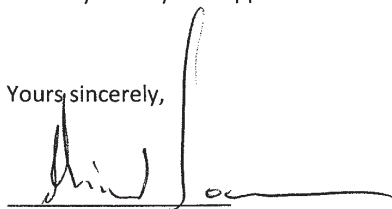
- (i) the early repayment of IMF credit has a positive impact on the sustainability of Irish debt,
- (ii) there is consensus among all EU creditors to waive the proportional early repayment clause, and
- (iii) continued engagement by Ireland with the IMF in Post-Programme Monitoring (PPM) for the initially envisaged duration to mid-2021.

Anlage 1

This proposal is positive for Ireland and will help alleviate the burden of servicing Ireland's debt. We believe that we may be able to save up 2.5 to 3 percentage points relative to the most expensive portion of the IMF debt subject to market conditions. There is therefore potential for significant savings. It would also be positive for Europe, representing a further significant step in normalisation of a former programme country. It would also release a significant amount of IMF resources for other lending priorities. Additionally, it would improve the position of the EU based lenders as the IMF has preferred creditor status.

I thank you for your support to date on this matter.

Yours sincerely,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michael Noonan', written over a horizontal line.

Michael Noonan, T.D.
Minister for Finance

Anlage 1a

An Roinn Airgeadais
Finanzministerium

Oifig an Aire
Büro des Ministers

Klaus Regling
Geschäftsführender Direktor
Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
6a, Circuit de la Foire Internationale
L - 1347 Luxembourg

19. September 2014

Anrede

Mit Schreiben vom 27. August hatte ich Ihnen meinen Vorschlag für eine vorzeitige Rückzahlung eines Teils unserer IWF-Kredite dargestellt und die EFSF um Unterstützung gebeten. Wie Sie wissen, haben die Minister diesen Vorschlag auf dem informellen ECOFIN (am 13. September in Mailand) grundsätzlich befürwortet vorbehaltlich der Einhaltung nationaler Genehmigungsverfahren.

Mit diesem Schreiben bitte ich nun offiziell um Zustimmung der EFSF zu diesem nachstehend ausgeführten Vorschlag:

Irland beabsichtigt, bis zu 18,3 Mrd. EUR seiner IWF-Programmdarlehen zurückzuzahlen und diese durch eine günstigere marktbasierende Finanzierung abzulösen.

Zur erfolgreichen Umsetzung des Vorschlags bitte ich hiermit um Verzicht auf die in unserer Darlehensvereinbarung mit dem EFSF enthaltene Klausel zur *obligatorischen proportionalen vorzeitigen Rückzahlung*, um so die vorgeschlagene vorzeitige Rückzahlung zu ermöglichen. (Artikel 7 Abs. 3 der EFSM-Vereinbarung über eine Darlehensfazilität, Artikel 7 Abs. 2 der Vereinbarung über eine EFSF-Hauptfinanzhilfefazilität sowie jeweils Artikel 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Darlehensfazilität und der Ersten und Zweiten Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität.)

Ein vergleichbares Schreiben geht an die bilateralen Kreditgeber – Schweden, Dänemark und Vereinigtes Königreich – sowie den EFSM.

Die Rückzahlung der IWF-Darlehen wird schrittweise und maßvoll erfolgen unter Berücksichtigung der Reaktion der Finanzmärkte auf die erforderlichen Anleiheemissionen. Einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung möchten wir beibehalten, so dass der IWF, wie ursprünglich vorgesehen, bis 2021 an der Nachprogrammüberwachung beteiligt bleibt.

Hiermit bestätige ich, dass bei der Umsetzung des Vorschlags die in der politischen Einigung vom informellen ECOFIN aufgestellten u. g. Voraussetzungen erfüllt werden:

- i. Die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits wirkt sich positiv auf die irische Schuldentragfähigkeit aus,
- ii. alle EU-Gläubiger sind sich über den Verzicht auf die Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung einig und
- iii. Irland bleibt, wie ursprünglich vorgesehen, bis Mitte 2021 in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF.

Dieser Vorschlag ist gut für Irland und trägt zur Entlastung des irischen Schuldendienstes bei. Wir gehen davon aus, dass wir in Bezug auf den teuersten Teil unserer IWF-Schulden je nach Marktbedingungen ca. 2,5-3 Prozentpunkte einsparen können. Es besteht somit ein erhebliches Einsparpotenzial. Die Maßnahme wäre auch gut für Europa, da sie einen weiteren bedeutenden Schritt hin zur Normalisierung eines ehemaligen Programmlandes darstellt. Außerdem würde dadurch ein beträchtlicher Betrag an IWF-Mitteln für andere Kreditvergabeprioritäten freigesetzt. Nicht zuletzt würde sich die Position der EU-Kreditgeber verbessern, da der IWF als bevorzogter Gläubiger gilt.

Ich danke Ihnen für Ihre bisherige Unterstützung in dieser Angelegenheit.

Schlussformel

Michael Noonan, T.D.

Finanzminister

Anlage 2

This version: Tuesday, September 16, 2014

Impact of early repayment of IMF credit on Irish public debt sustainability

(Joint European Commission, IMF, ECB and ESM note for the Economic and Financial Committee)

1. Introduction

Ireland aims to frontload the repayment of a large portion of the IMF credit outstanding from its EU-IMF supported financial assistance programme. In a letter of 27 August 2014 addressed to his fellow EU Finance Ministers, Michael Noonan, the Irish Minister for Finance, sought European support for Ireland repaying early the portion of IMF credit that is subject to surcharges, and, in particular, requested that EU lenders (EU, EFSF and bilateral lenders) waive the proportional early repayment clause on their loans. The clause stipulates that, upon an early repayment of the IMF by Ireland, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the proportion of the IMF facility that is repaid.¹

At the EFC meeting of 4 September 2014, the creditors expressed their support in principle for such a waiver in relation to early repayment of IMF credit subject to certain conditions. Consistent with the revolving nature of IMF financial resources, the IMF will accept early repayments by Ireland without conditionality or charges, as is the practice for all its member countries. Indeed, the interest schedule on IMF credit incentivises early repayments which are not uncommon, including recent examples of Hungary, Iceland, and Latvia. There is strong political support among the EU creditors in principle for waiving the proportional early repayment clause conditional on three elements: (i) the early repayment of IMF credit should be used to reduce deficits and debt, thereby having a positive impact on the sustainability of Irish public finances, (ii) there is consensus among all EU creditors to waive the proportional early repayment clause, and (iii) continued engagement by Ireland with the IMF in Post-Programme Monitoring (PPM). In some Member States national parliaments need to be involved in the approval process.

The EFC requested that the 'troika' institutions and the ESM analyse the impact of an early repayment of IMF credit by Ireland. Taking note of the political support in principle expressed by the EU creditors at the meeting of 4 September 2014, the EFC chair requested the European Commission, the IMF, the ECB and the ESM to carry out a joint assessment of the potential benefits of an early repayment of IMF credit, in particular the impact on the sustainability of public finances and concluded that a final discussion on the waiver of the proportional early repayment clause would take place on the basis of the joint assessment in October. The informal ECOFIN meeting on 12-13 September in Milan confirmed the political support in principle at ministerial level.

This note provides the joint assessment. It focuses on the potential interest savings from early repayment of IMF credit coupled with a waiver of the proportional early repayment clause. The analysis is based on current working assumptions provided by the Irish authorities on the size and the timing of the early repayment operation, combined with some technical assumptions concerning in particular the interest rate on the new sovereign bonds issued to finance repayments of IMF credit. In practice, the implementation of the operation by the Irish authorities would take into account market conditions at the time. The analysis is also based on current IMF policies, such as on charges and Post Program Monitoring (PPM), which are subject to change by the IMF Executive

¹ Article 7(3) of the EFSM Loan Facility Agreement, Article 7(2) of the EFSF Master Financial Assistance Facility Agreement and also Article 6(2) in each of the Loan Facility Agreement and First and Second Financial Assistance Facility Agreement. A similar proportional early repayment clause exists in the agreements between Ireland and the bilateral lenders (UK, Sweden and Denmark)

Anlage 2

Board, as well as on Ireland's current quota in the IMF. It should also be noted that the eventual impact of the refinancing operation will critically depend on its actual size, interest rate and other modalities.

2. Motivation for Ireland frontloading the repayment of IMF credit

The total cost of IMF credit to Ireland, inclusive of hedging operations undertaken by the Irish government, is just under 5%. Ireland currently pays an average effective interest rate of 3.47% on IMF credit (week of 8 September 2014). Consistent with IMF policies for all member countries borrowing general resources, the interest rate on IMF credit is based on the floating SDR interest rate plus a basic margin of 100 basis points (1.05% in the week of 8 September 2014). A surcharge of 200 basis points is applied on the amount of outstanding credit in excess of 300% of quota, with this surcharge rising to 300 basis points if credit outstanding remains above 300% of quota for a consecutive period of three years. In the case of Ireland, the IMF disbursed the equivalent of EUR 5.7 billion in January 2011, exceeding 300% of current quota, so the 300 basis point surcharge has been applied since early 2014, and it currently faces a marginal interest rate on IMF credit of 4.05%. However, this interest rate paid to the IMF differs from the total cost to the Irish budget as the authorities hedge the SDR-denominated IMF credit with a floating interest rate into an effectively euro-denominated fixed rate loan. The authorities have indicated that the total budgetary costs including hedging of IMF credit are just below 5.0%, higher than reported in Table 1, as hedging of exchange rate and interest rate risks costs an additional 1.5%.

Table 1: Scheduled payments to the IMF (does not include hedging costs)

Million euros calculated at 10 September 2014 exchange rate to SDR, based on IMF projected payments as of 30 June 2014, assuming an unchanged SDR interest rate.

	Interest and charges *	Imputed average effective interest rate paid to IMF (%)	Principal repayments	Credit outstanding (end-period)	Credit outstanding (% of quota)
2014	793.4	3.51	0.0	22589.3	1547.8
2015	777.4	3.47	621.1	21968.2	1505.3
2016	706.9	3.41	2521.9	19446.3	1332.5
2017	583.3	3.29	3360.4	16086.0	1102.2
2018	436.4	3.09	3764.9	12321.1	844.3
2019	282.7	2.72	3764.9	8556.2	586.3
2020	129.4	1.91	3764.9	4791.3	328.3
2021	31.6	1.06	3143.8	1647.5	112.9
2022	9.8	1.09	1243.0	404.5	27.7
2023	1.8	1.14	404.5	0.0	0.0

Source: European Commission calculations based on IMF data.

* Owing the IMF's financial quarters, data for 2014 cover the 12-months ended January 2015, and similarly for other years.

Compared to current market rates and lower rates on EFSF, EFSM and bilateral loans, the significantly higher total costs to Ireland of IMF credit provide a strong incentive for Ireland to make early repayments. The average interest rate on EFSM loans--the bulk of which were disbursed in 2011 and 2012 when rates were higher than currently--is fixed given the back-to-back nature of

Anlage 2

the loans at 3.0% over a longer maturity.² The average rate on EFSF loans varies given the pooled nature of the funding and is currently at 2.3%. The current market yield on 10-year Irish government bonds is below 2%. Ireland's objective in seeking to make early repayments on IMF credit is to save on government interest expenditure by replacing IMF credit with new bonds issued at significantly lower rates. Refinancing IMF credit with new 10-year bonds would also lengthen the average maturity of government debt.

It would not be in Ireland's financial interest to repay all its outstanding IMF credit early. Accordingly, the Irish authorities intend to repay the portion subject to surcharges, equivalent to €18.3 billion. The credit remaining outstanding after such early repayments would be subject to the IMF's basic rate of charge, currently just over 1%, leaving a low total cost even after hedging expenses.³

An early repayment of IMF credit would not have any material impact on the actual distribution of risks across creditors. The preferred creditor status of the IMF is widely accepted on a de facto basis. This means that in the hypothetical case of a sovereign default, payments due on IMF credit would be paid first out of any resource available to the sovereign before payments to any other creditor could take place. Consequently, waiving the proportional early repayment clause does not change the actual risk exposure between the IMF and EU creditors.

3. Outline of the early repayment plan

Following the EFC meeting 4 September 2014, the Irish authorities have provided the following current working assumptions concerning early repayments of IMF credit:

- Ireland plans to repay up to € 18.3 billion of the € 22.5 billion received from the IMF. Such a repayment would leave credit outstanding of about 300% of quota, exceeding the 200% threshold normally applied for the termination of IMF Post-Programme Monitoring (PPM).⁴
- Ireland plans to make the early repayment in three instalments of up to € 6.1 billion.
- Depending on the effective date of the waiver of the proportional early repayment clause, the current working assumption of the Irish authorities on the timing of the three instalments is: first payment end-2014, the two other payments in mid-2015 and mid-2016 respectively. However, if there was an early decision and market conditions remain favourable Ireland would seek to try and shorten this period somewhat and it may be possible to complete the early repayment process during 2015.

² The Council of the European Union approved an extension of the average maturity on EFSM loans from 12.5 years to 19.5 years, with parallel decisions to be taken by the Board of Governors of the EFSF concerning EFSF loans.

³ Although the SDR interest rate could rise over time, exchange rate hedging implies the exposure is to euro area interest rates, and interest rate hedging costs could decline as short-term interest rates normalize.

⁴ It should be noted however, that the IMF can decide to continue Post-Programme Monitoring even after the outstanding credit falls below the 200% of quota threshold, and could also discontinue it before the credit outstanding falls below this threshold.

Anlage 2

- Ireland intends to replace IMF credit with new bonds of equal to if not longer maturity.
- The costs of hedging are assumed to be stable over time, and any other costs ensuing from an early repayment, including the costs of adjusting the scale of hedging operations, are not likely to be material.
- The early repayment of IMF credit does not impact on the medium-term level of cash balances targeted by Ireland.

On top of these indications from the Irish authorities, a number of technical assumptions are made to produce numerical estimates of the potential savings from early repayment of IMF credit:

- Ireland repays € 18.3 billion in three tranches of € 6.1 billion each, with the payments assumed to take place at the end of 2014, mid-2015 and end-2015. This assumption reflects the current favorable market conditions and Ireland's intention to minimize the repayment period, market conditions allowing. A somewhat longer phasing of early repayments would only modestly reduce the potential interest savings.
- The interest rate on the new bonds is assumed to be 1.88% (the average yield on Irish 10-year government bonds over the 30 days up until 10 September 2014). The same rate is assumed to apply to the bonds that would be issued to finance maturity payments on IMF credit according to the original payment schedule. In the baseline, it is assumed that there is no change in market yields in response to these additional bond issues, consistent with the muted market reaction to news on early repayments. A sensitivity analysis around the baseline provides an indication of the effect of such a pricing reaction if it were to arise.
- The first early repayment is assumed to be financed with a new 10-year government bonds expiring in 2024. For the sake of simplicity it is assumed that the two subsequent tranches are financed with new bonds that also expire in 2024.⁵ In practice the authorities will determine the specific bonds to be issued taking into account market conditions at the time and the profile of future financing needs among other considerations. The annual profile of cash buffers held by Ireland is assumed to be unaffected by the early repayment.
- The euro/SDR rate is assumed to remain at its current level.

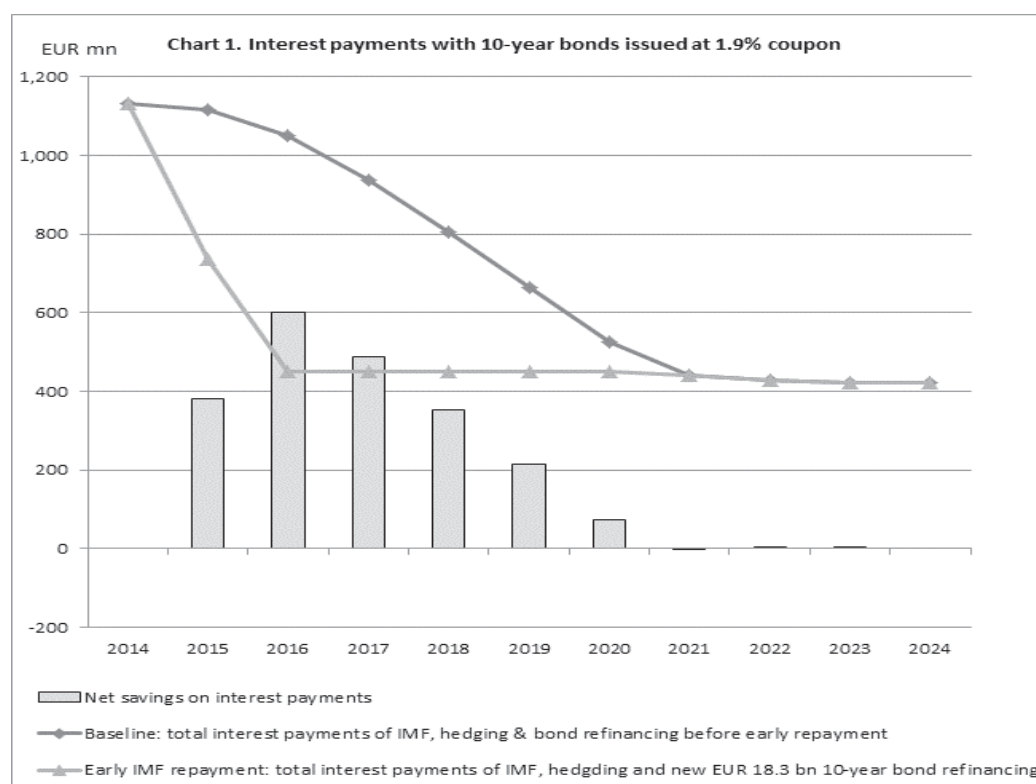
The issue of cross default was raised during the EFC discussion on 4 September 2014. Ireland is of the view that if the proportional early repayment clause is waived, there is no cross default issue. In particular, the Irish authorities point out that prepaying the IMF creates in principle an obligation to prepay the support facility lenders in the same proportion. If Ireland were to prepay the IMF without obtaining the support facility lenders' consents then there would be a breach of each support facility. If the support facility lenders chose to call a default following that breach, then that could potentially create a cross default in Ireland's funding and derivatives documentation. If the support facility lenders waive the prepayment obligation in their loan agreements there is no breach and consequently no potential cross default.

⁵ This simplifying assumption would imply a hump in projected maturities in 2024. In practice a mix of bond maturities could be used to limit that hump while still extending the average maturity of Irish debt. The Irish authorities have in the past also undertaken market operations to smooth amortization due in advance.

4. The estimated impact of the early repayment of IMF credit on government interest expenditure

An early repayment of IMF credit can generate significant savings in government interest expenditure. Using the working assumptions provided by the Irish authorities as well as the technical assumptions laid out in the previous section, we compare the profile of interest payments under the original repayment schedule of IMF credit with the profile associated with the early repayment scenario (See Chart 1). Net savings on interest payments would start in 2015 and be most significant in 2016 and 2017 before starting to taper off. After 2020, and taking into account that repayments of IMF credit under the original schedule would also have to be financed (yet at a slower pace), savings would become immaterial. The absolute (non-discounted) amount of savings on government interest expenditure would amount to € 2.1 billion or 1.2% of 2013 GDP, of which 0.22% of GDP would accrue in 2015, and 0.34% and 0.28% in 2016 and 2017 respectively.

The savings on interest expenditure from an early repayment of IMF credit are sensitive to the interest rate at which repayments are assumed to be refinanced. In order to assess the sensitivity of the estimated savings to changes in the assumed market rate, a mechanical sensitivity analysis is conducted by uniformly increasing/decreasing the market rate by 50 basis points as of the date of the first repayment (that is end Q4 2014). The cumulative savings fall/rise by some € 0.3 billion, indicating that even should market rates rise from current historically low levels, that significant savings can still be realized from early repayments to the IMF.



Source: European Commission, IMF.

Anlage 2

If market rates were to gradually increase from their currently low levels, savings on interest expenditure could increase. An early repayment of IMF credit would lock in the currently favourable conditions in contrast with a situation in which Ireland would have to refinance IMF credit falling due according to the current repayment schedule at possibly higher rates in the future. Nonetheless, such a potential additional saving would expire as the new bonds are themselves refinanced.

5. Early repayment and IMF Post-Programme Monitoring

If repayments proceeded according to the original schedule, the IMF would typically continue its current engagement in Post-Programme Monitoring (PPM) with Ireland until 2021. A country is subject to PPM by the IMF as long as its credit outstanding exceeds 200% of quota, though the Executive Board has flexibility to terminate PPM earlier or later than indicated by the threshold. Under the original payment schedule, credit outstanding to the IMF would fall below 200% of quota in the second quarter of 2021. Given the longer initial average maturities on EFSF and EFSM loans and in the absence of early repayments, PPS by the Commission, would extend longer to 2032, until at least 75% of the financial assistance received has been repaid⁶. The ESM Early Warning System (EWS) will be in place until the last payment in 2042.

Early repayments of IMF credit could be structured such that the timing at which the 200% of quota threshold is reached is not affected, while the duration of PPM remains a matter for IMF management and the Executive Board to determine. If the early repayments of EUR 18.3 billion by end-2015 are allocated to meeting the scheduled payments due to end-2020, outstanding credit to the IMF debt would continue remain above the 200% of quota threshold until 2021.

6. Conclusions

In light of currently very favorable market conditions an early repayment of IMF credit can generate significant savings on government interest expenditure for the Irish sovereign. If Ireland were to repay € 18.3 billion between the end of 2014 and end of 2015 in three equal tranches and if the repayment was financed with new 10-year bullet-type bonds with an annual interest rate of 1.88%, the total (non-discounted) interest bill could decline by up to € 2.1 billion or 1.2% of 2013 GDP, of which 0.22% would materialize in 2015 and 0.34% and 0.28% in 2016 and 2017 respectively. In case market rates were 50 basis points higher, the interest bill would be raised by €300 million over the entire period, or 0.17% of 2013 GDP, so savings from early repayment would remain significant.

Early repayment of IMF credit can measurably improve the sustainability of Irish public finances. If the estimated savings on government interest expenditure were fully used for deficit and debt reduction, Irish government debt would, everything else equal, decline to about 103% of GDP in 2020, about 1 percentage point of GDP lower than without early repayment.⁷ In contrast, if the savings on government interest expenditure were partially or fully used to increase government

⁶ This is under Regulation (EU) No 472/2013.

⁷ This estimate only considers first-round effects from the lower interest bill, and uses projections from the first PPS surveillance report, released in June 2014.

Anlage 2

primary expenditure or to reduce taxes, the improvement in debt sustainability would diminish. At the same time, Ireland's medium to long-term fiscal consolidation needs are little affected as the net savings from early repayment are negligible from 2021.

An early repayment of IMF credit could also lead to an extension of the average maturity of government debt. If the IMF credit were replaced with new 10-year bonds, the early repayment would lengthen the average maturity of the outstanding IMF loan from 3.9 years at end-2015, with no early repayment, to 7.5 years at end-2015 of the new bullet bonds maturing in 2024 and the remaining IMF loan. Longer average maturities are generally taken as adding stability to government debt management and reducing roll-over risks.

Anlage 2a

Fassung vom Dienstag, 16. September 2014

**Auswirkungen einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits
auf die irische Schuldentragfähigkeit**

Gemeinsamer Vermerk von Kommission, IWF, EZB und ESM für den Wirtschafts- und
Finanzausschuss

1. Einleitung

Irland beabsichtigt, einen Großteil des ausstehenden IWF-Kredits aus dem EU-/IWF-Finanzhilfeprogramm vorzeitig zurückzuzahlen. Mit Schreiben vom 27. August 2014 an seine EU-Finanzministerkollegen bat der irische Finanzminister, Michael Noonan, um europäische Unterstützung für Irlands vorzeitige Rückzahlung des mit Aufschlägen belegten Teils des IWF-Kredits und ersuchte die EU-Kreditgeber (EU, EFSF und bilaterale Geber) insbesondere um Verzicht auf die Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung ihrer Kredite. Diese Klausel sieht vor, dass bei vorzeitiger Rückzahlung des IWF-Kredits durch Irland ein Teil der im Rahmen der EFSF- oder EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe in derselben proportionalen Höhe wie der Anteil der zurückgezahlten IWF-Fazilität unmittelbar fällig und zahlbar wird.¹

Auf der WFA-Sitzung am 4. September 2014 haben die Gläubiger einen solchen Verzicht bei einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich befürwortet. Dem revolvierenden Charakter der IWF-Finanzmittel entsprechend wird der IWF – im Einklang mit der üblichen Praxis gegenüber all seinen Mitgliedsländern – vorzeitige Rückzahlungen durch Irland ohne Auflagen oder Gebühren akzeptieren. De facto bietet der Zinsplan bei IWF-Krediten sogar Anreize für vorzeitige Rückzahlungen, die auch nicht ungewöhnlich sind, wie die jüngsten Beispiele aus Ungarn, Island und Lettland zeigen. Die EU-Gläubiger haben grundsätzlich politische Unterstützung für einen Verzicht auf eine proportionale vorzeitige Rückzahlung signalisiert, sofern drei Voraussetzungen erfüllt sind: (i) die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits sollte zum Defizit- und Schuldenabbau genutzt werden, um so eine positive Wirkung auf die Tragfähigkeit der irischen Staatsfinanzen zu erzielen, (ii) alle EU-Gläubiger müssen sich über den Verzicht auf die proportionale Rückzahlungsklausel einig sein und (iii) Irland bleibt weiterhin in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF. In einigen Mitgliedstaaten müssen die nationalen Parlamente im Genehmigungsverfahren beteiligt werden.

Der WFA hat die Troika-Institutionen und den ESM gebeten, die Auswirkungen einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits durch Irland zu analysieren. Angesichts der von den EU-Kreditgebern auf der Sitzung vom 4. September 2014 zum Ausdruck gebrachten grundsätzlichen politischen Unterstützung hat der WFA-Vorsitz die Europäische Kommission, den IWF, die EZB und den ESM um eine gemeinsame Bewertung der potenziellen Vorteile einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits, v. a. hinsichtlich der Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, gebeten und für Oktober eine abschließende Diskussion über den Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungsklausel auf Grundlage der gemeinsamen Bewertung angekündigt. Auf dem informellen ECOFIN am 12.-13. September in Mailand wurde die grundsätzliche politische Unterstützung auf Ministerebene bestätigt.

Der vorliegende Vermerk beinhaltet die gemeinsame Bewertung. Im Mittelpunkt stehen dabei die potenziellen Zinsersparnisse bei vorzeitiger Rückzahlung des IWF-Kredits in Kombination mit einer Aufhebung der Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung. Die Analyse stützt sich auf die aktuellen Arbeitshypothesen der irischen Behörden zu Höhe und Zeitplan einer vorzeitigen Tilgung

¹ Artikel 7 Abs. 3 der EFSM-Vereinbarung über eine Darlehensfazilität, Artikel 7 Abs. 2 der Master-Vereinbarung über eine EFSF-Finanzhilfefazilität sowie jeweils Artikel 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Darlehensfazilität und der Ersten und Zweiten Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität. Die Vereinbarungen zwischen Irland und den bilateralen Kreditgebern (VK, Schweden und Dänemark) enthalten ähnliche Klauseln zu einer proportionalen vorzeitigen Rückzahlung.

Anlage 2a

sowie einige technische Annahmen zum Zinssatz auf die zur Finanzierung der IWF-Kreditrückzahlung neu zu emittierenden Staatsanleihen. In der Praxis würde die Umsetzung der Rückzahlungsoperation durch die irischen Behörden zu den dann geltenden Marktbedingungen erfolgen. Die Analyse stützt sich ferner auf aktuelle IWF-Vorgaben, z. B. in Bezug auf Gebühren und die Nachprogrammüberwachung, die Änderungen durch das IWF-Exekutivdirektorium unterliegen, sowie auf die aktuelle IWF-Quote Irlands. Außerdem ist darauf hinzuweisen, dass die Auswirkungen des Refinanzierungsgeschäfts letztendlich maßgeblich von ihrem tatsächlichen Umfang, dem Zinssatz und anderen Umständen abhängen werden.

2. Motivation Irlands für eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits

Die Gesamtkosten des IWF-Kredits an Irland, einschließlich der Sicherungsgeschäfte des irischen Staates, liegen knapp unter 5 %. Irland zahlt für den IWF-Kredit derzeit einen durchschnittlichen Effektivzins in Höhe von 3,47 % (37. KW 2014). Im Einklang mit den allgemeinen IWF-Vorgaben für die Kreditaufnahme sämtlicher Mitgliedsländer stützt sich der Zinssatz für den IWF-Kredit auf den variablen SZR-Satz zzgl. einer Basismarge von 100 Basispunkten (1,05 % 37. KW 2014). Auf den Betrag des ausstehenden Kredits, der 300 % der Quote übersteigt, wird ein Aufschlag von 200 Basispunkten erhoben, der auf 300 Basispunkte erhöht wird, wenn der ausstehende Kreditbetrag drei Jahre in Folge über 300 % der Quote ausmacht. Im Falle Irlands hat der IWF im Januar 2011 einen Betrag in Höhe von 5,7 Mrd. EUR ausgezahlt, was mehr als 300 % der aktuellen Quote entspricht, so dass seit Anfang 2014 ein Aufschlag von 300 Basispunkten erhoben wird und der marginale Zinssatz für den IWF-Kredit derzeit 4,05 % beträgt. Dieser an den IWF gezahlte Zins ist allerdings nicht identisch mit den Gesamtkosten für den irischen Staatshaushalt, da die Behörden den auf SZR lautenden und zinsvariablen IWF-Kredit in einen effektiv festverzinslichen und auf Euro lautenden Kredit absichern. Nach Angaben der Behörden liegen die Gesamthaushaltskosten einschließlich Absicherung des IWF-Kredits knapp unter 5,0 %, d. h. höher als in Tabelle 1 ausgewiesen, da die Absicherung der Wechselkurs- und Zinsrisiken zusätzlich 1,5 % kostet.

Tabelle : Zeitplan der an den IWF fälligen Zahlungen (ohne Sicherungskosten)

In Mio. EUR zum SZR-Wechselkurs vom 10. September 2014, auf Grundlage der vom IWF prognostizierten Zahlungen (Stand 30. Juni 2014), ausgehend von einem unveränderten SZR-Zinssatz.

	Zinsen und Gebühren *	Kalkulatorischer effektiver Durchschnittszins an IWF (%)	Kapitalrückzahlung	Ausstehender Kreditbetrag (Ende des Zeitraums)	Ausstehender Kreditbetrag (%) der Quote)
2014	793,4	3,51	0,0	22589,3	1547,8
2015	777,4	3,47	621,1	21968,2	1505,3
2016	706,9	3,41	2521,9	19446,3	1332,5
2017	583,3	3,29	3360,4	16086,0	1102,2
2018	436,4	3,09	3764,9	12321,1	844,3
2019	282,7	2,72	3764,9	8556,2	586,3
2020	129,4	1,91	3764,9	4791,3	328,3
2021	31,6	1,06	3143,8	1647,5	112,9
2022	9,8	1,09	1243,0	404,5	27,7
2023	1,8	1,14	404,5	0,0	0,0

Quelle: Berechnungen der KOM anhand von IWF-Daten.

* Aufgrund der IWF-Finanz quartale decken die Daten für 2014 einen 12-Monate-Zeitraum einschließlich Januar 2015 ab, das Gleiche gilt entsprechend für die anderen Jahre.

Angesichts der aktuellen Marktsätze und niedrigeren Zinsen für die EFSF-, EFSM- und bilateralen Kredite bieten die erheblich höheren Gesamtkosten Irlands für den IWF-Kredit einen hohen Anreiz für eine vorzeitige Rückzahlung. Der durchschnittliche Zinssatz für die EFSM-Kredite – deren Großteil 2011 und 2012 ausgezahlt wurde, als die Zinsen höher waren als zurzeit – ist über eine längere Laufzeit auf 3,0 % festgelegt, da es sich um Back-to-back-Darlehen handelt.² Der durchschnittliche Zinssatz für die EFSF-Kredite ist aufgrund der gebündelten Finanzierungsform variabel und liegt derzeit bei 2,3 %. Die Marktrendite 10-jähriger irischer Staatsanleihen liegt aktuell unter 2 %. Mit der vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits möchte Irland die staatlichen Zinsausgaben reduzieren, indem der IWF-Kredit durch die Emission neuer Anleihen zu wesentlich niedrigeren Zinsen abgelöst wird. Die Refinanzierung des IWF-Kredits durch neue 10-jährige Anleihen würde außerdem die durchschnittliche Laufzeit der Staatspapiere verlängern.

Eine vorzeitige Rückzahlung des gesamten ausstehenden IWF-Kreditbetrags läge nicht im finanziellen Interesse Irlands. Daher will die irische Regierung nur den mit Aufschlägen belegten Teil zurückzahlen, d. h. 18,3 Mrd. EUR. Für den nach vorzeitiger Rückzahlung verbleibenden Kreditbetrag würde der Basiszinssatz des IWF von derzeit knapp über 1 % gelten, sodass die Gesamtkosten selbst nach Sicherungskosten niedrig wären.³

Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits hätte keinen wesentlichen Einfluss auf die tatsächliche Risikoverteilung zwischen den Gläubigern. Der bevorrechtigte Gläubigerstatus des IWF ist de facto weithin anerkannt. Das bedeutet, dass im hypothetischen Fall einer Zahlungsunfähigkeit der Staat aus den noch vorhandenen Mitteln zunächst die für den IWF-Kredit fälligen Zahlungen leisten muss, bevor andere Gläubiger befriedigt werden. Ein Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlung ändert daher nichts an der tatsächlichen Risikoverteilung zwischen IWF und EU-Kreditgeber.

3. Der vorzeitige Rückzahlungsplan im Überblick

Nach der WFA-Sitzung vom 4. September 2014 haben die irischen Behörden die folgenden Arbeitshypothesen für eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits vorgelegt:

- Irland beabsichtigt, bis zu 18,3 Mrd. EUR der insgesamt vom IWF erhaltenen 22,5 Mrd. EUR zurückzuzahlen. Nach dieser Rückzahlung verbliebe ein offener Kreditbetrag in Höhe von

² Der Rat der Europäischen Union hat einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit für EFSM-Kredite von 12,5 auf 19,5 Jahre zugestimmt; parallel dazu hat die EFSF zu den EFSF-Krediten entsprechende Beschlüsse gefasst.

³ Wenngleich der SZR-Zinssatz mit der Zeit anziehen könnte, sind aufgrund der Wechselkursabsicherung die Zinsen im Euroraum risikorelevant, wobei bei einer Normalisierung der kurzfristigen Zinsen die Zinsabsicherungskosten sinken könnten.

ca. 300 % der Quote und läge damit über dem normalerweise für die Einstellung der Nachprogrammüberwachung angewandten 200 %-Schwellenwert.⁴

- Irland plant eine vorzeitige Rückzahlung in drei Raten von jeweils maximal 6,1 Mrd. EUR.
- In Abhängigkeit des Datums, zu dem der Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungsklausel wirksam wird, gehen die irischen Behörden derzeit von folgendem Zeitplan für die drei Raten aus: erste Zahlung Ende 2014, die beiden anderen Zahlungen Mitte 2015 bzw. Mitte 2016. Sollte der Beschluss jedoch bald gefasst werden und die Marktbedingungen günstig bleiben, würde Irland versuchen, diesen Zeitplan etwas abzukürzen und könnte dann eventuell die vorzeitige Rückzahlung bereits 2015 abschließen.
- Irland beabsichtigt, den IWF-Kredit durch neue Anleihen mit mindestens gleich langer Laufzeit abzulösen.
- Die Sicherungskosten dürften konstant bleiben und sonstige Kosten aufgrund einer vorzeitigen Rückzahlung, u. a. im Zusammenhang mit der Größenanpassung der Sicherungsgeschäfte, werden voraussichtlich kaum zu Buche schlagen.
- Die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits hat keine Auswirkung auf das von Irland mittelfristig angestrebte Niveau seiner Barguthaben.

Neben diesen Angaben der irischen Behörden gibt es einige technische Annahmen zur Abschätzung der potenziellen Einsparungen infolge einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits:

- Irland zahlt 18,3 Mrd. EUR in drei Raten von jeweils 6,1 Mrd. EUR, wobei die Zahlungen nach derzeitigen Annahmen Ende 2014, Mitte 2015 und Ende 2015 erfolgen sollen. Diese Annahme basiert auf den derzeit günstigen Marktbedingungen und Irlands Absicht, den Rückzahlungszeitraum – bei entsprechenden Marktbedingungen – möglichst kurz zu halten. Ein etwas längerer Rückzahlungszeitraum würde die potenziellen Zinsersparnisse nur geringfügig schmälern.
- Der Zinssatz für die neuen Anleihen wird mit 1,88 % angesetzt (der Durchschnittsrendite für 10-jährige irische Staatsanleihen in den 30 Tagen bis zum 10. September 2014). Für die Anleihen, die zur Finanzierung der nach dem ursprünglichen Zahlungsplan fälligen Zahlungen für den IWF-Kredit emittiert würden, wird vom selben Satz ausgegangen. Im Basisszenario wird davon ausgegangen, dass diese zusätzlichen Anleihemissionen keine Änderung der Marktrenditen hervorrufen werden, wie auch die gedämpfte Marktreaktion auf die Ankündigung einer vorzeitigen Rückzahlung vermuten lässt. Eine Sensitivitätsanalyse anhand des Basisszenarios gibt Hinweise für den Effekt einer solchen Preisreaktion, sollte sie denn eintreten.
- Die erste vorzeitige Rückzahlung würde mit den neuen 10-jährigen Staatsanleihen (Laufzeitende 2024) finanziert werden. Der Einfachheit halber wird davon ausgegangen, dass

⁴ Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass der IWF die Nachprogrammüberwachung fortsetzen kann, selbst wenn der ausstehende Kreditbetrag unter den 200 %-Quotenschwellenwert fällt; andererseits kann er die Postprogrammüberwachung aber auch einstellen, bevor der Kreditbetrag unter den Schwellenwert fällt.

die nächsten beiden Raten mit neuen Anleihen finanziert werden, die ebenfalls 2024 auslaufen.⁵ In der Praxis werden die Behörden über die zu emittierenden Anleihen unter Berücksichtigung u. a. der jeweiligen Marktbedingungen und des Profils des künftigen Finanzierungsbedarfs befinden. Das Jahresprofil der von Irland unterhaltenen Liquiditätspuffer dürfte von der vorzeitigen Rückzahlung unberührt bleiben.

- Es wird davon ausgegangen, dass der Euro/SZR-Wechselkurs auf seinem derzeitigen Niveau bleibt.

Bei der Diskussion im WFA am 4. September 2014 wurde auch das Thema reziproker Verzug erörtert. Irland vertritt die Auffassung, dass bei einem Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungsklausel kein reziproker Verzug eintreten kann. Die irischen Behörden weisen insbesondere darauf hin, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF grundsätzlich die Verpflichtung entsteht, die Gläubiger der Beistandsfazilität in derselben proportionalen Höhe vorzeitig zurückzuzahlen. Würde Irland den IWF ohne die Zustimmung der Kreditgeber der Beistandsfazilität vorzeitig zurückzahlen, wäre dies ein Verstoß gegen die jeweilige Vereinbarung über die Beistandsfazilität. Würden die betreffenden Kreditgeber nach einer solchen Verletzung einen Verzug aussprechen, dann könnte dies möglicherweise zu einem reziproken Verzug in der Finanzierungs- und Derivatendokumentation führen. Verzichten die Kreditgeber der Beistandsfazilität jedoch auf die vorzeitige Rückzahlungsverpflichtung in ihren Darlehensvereinbarungen, liegt kein Verstoß vor und somit auch kein potenzieller reziproker Verzug.

4. Die geschätzten Auswirkungen der vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits auf die staatlichen Zinsausgaben

Durch eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits können beträchtliche Einsparungen bei den staatlichen Zinsaufwendungen erzielt werden. Ausgehend von den Arbeitshypothesen der irischen Behörden sowie den im vorangegangenen Abschnitt dargestellten technischen Annahmen wurde das Profil der Zinszahlungen gemäß dem ursprünglichen Rückzahlungsplan für den IWF-Kredit mit dem Profil bei einer vorzeitigen Rückzahlung verglichen (siehe Grafik 1). Die Nettozinsersparnisse würden 2015 einsetzen und 2016 und 2017 ihren Höhepunkt erreichen, bevor sie dann langsam nachlassen. Nach 2020 und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Rückzahlungen des IWF-Kredits auch gemäß dem ursprünglichen Plan (wenngleich langsamer) finanziert werden müssten, wären die Einsparungen gleich Null. Der absolute (nicht abgezinste) Einsparungsbetrag der staatlichen Zinsausgaben beläuft sich auf 2,1 Mrd. EUR bzw. 1,2 % des BIP 2013, wovon 0,22 % des BIP in 2015, 0,34 % in 2016 und 0,28 % in 2017 erzielt würden.

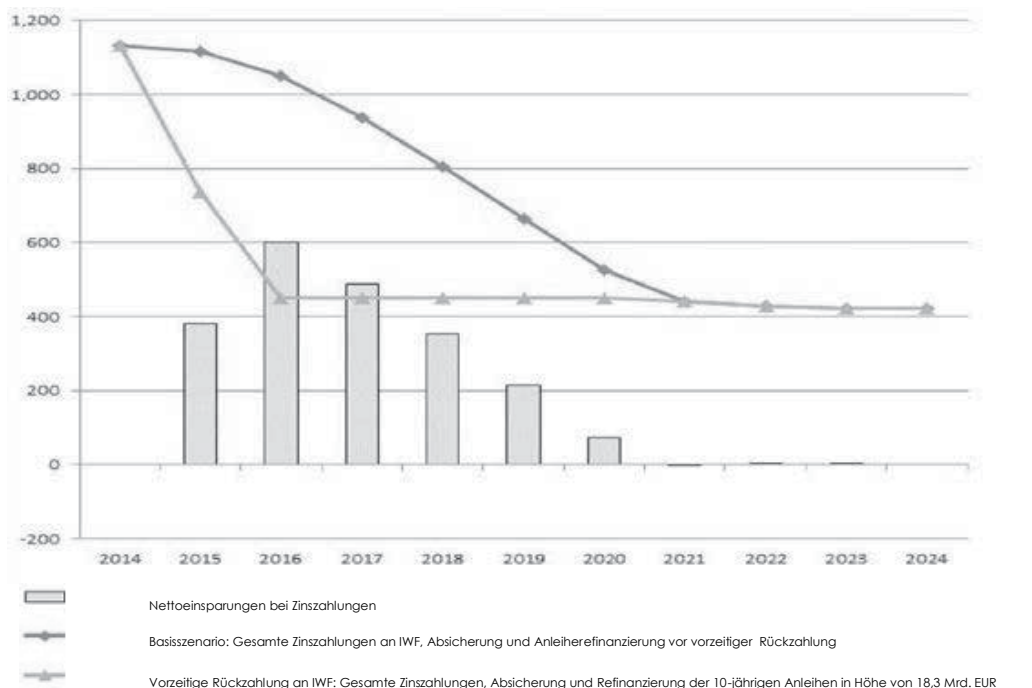
Die Zinseinsparungen infolge einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits hängen von dem Zinssatz ab, der für die Refinanzierung der Rückzahlung zugrunde gelegt wird. Zur Ermittlung der Zinssensitivität der geschätzten Einsparungen bei Änderungen im zugrunde gelegten Marktzins wurde eine mechanische Sensitivitätsanalyse durchgeführt, bei der der Marktzins ab dem Datum der ersten Rückzahlung (d. h. Ende 4. Quartal 2014) einheitlich um 50 Basispunkte erhöht/gesenkt wird.

⁵ Diese vereinfachende Annahme würde 2024 zu einem „Laufzeiten-Buckel“ führen. Daher könnte mit einem Laufzeitenmix gearbeitet werden, um diesen Buckel zu begrenzen und dennoch die durchschnittliche Laufzeit der irischen Papiere zu verlängern. Die irischen Behörden haben auch in der Vergangenheit bereits Marktoperationen durchgeführt, um fällige Tilgungen im Vorfeld zu glätten.

Anlage 2a

Dabei sinken/steigen die kumulierten Einsparungen um ca. 0,3 Mrd. EUR, was zeigt, dass selbst wenn die Marktzinsen von ihren derzeitigen historischen Tiefständen aus anziehen sollten, eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF dennoch beträchtliche Zinseinsparungen mit sich bringen würde.

Mio EUR. Grafik 1. Zinszahlungen bei 10-jährigen Anleihen mit einem Kupon von 1,9 %



Falls die Marktzinsen von ihren derzeitigen Tiefständen allmählich wieder ansteigen, könnten die Zinersparnisse zunehmen. Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits würde die derzeit günstigen Bedingungen festschreiben im Gegensatz zu einer Situation, in der Irland die nach dem ursprünglichen Rückzahlungsplan fälligen Kreditbeträge dann zu möglicherweise höheren Zinsen refinanzieren müsste. Diese potenzielle Zusatzerparnis würde allerdings auslaufen, sobald die neuen Anleihen selbst refinanziert werden müssen.

5. Vorzeitige Rückzahlung und IWF-Nachprogrammüberwachung

Bei einer Rückzahlung nach dem ursprünglichen Plan würde Irland normalerweise bis 2021 in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF bleiben. Ein Land unterliegt der Nachprogrammüberwachung durch den IWF, solange sein ausstehender Kreditbetrag 200 % seiner Quote übersteigt, wobei das Exekutivdirektorium Ermessensspielraum hat, ob die Überwachung früher oder später, als durch den Schwellenwert vorgegeben, eingestellt wird. Nach dem ursprünglichen Zahlungsplan würde der entsprechende Kreditbetrag im zweiten Quartal 2021 unter 200 % der Quote fallen. Aufgrund der durchschnittlich längeren Anfangslaufzeiten bei den EFSF- und EFSM-Krediten und ohne vorzeitige Rückzahlungen würde die Nachprogrammüberwachung durch

Anlage 2a

die Kommission bis 2032 andauern, bis mindestens 75 % der erhaltenen Finanzhilfe zurückgezahlt sind.⁶ Das ESM-Frühwarnsystem bleibt bis zur letzten Zahlung 2042 in Kraft.

Die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits könnte so ausgestaltet werden, dass der Zeitpunkt, zu dem der 200 %-Quotenschwellenwert erreicht wird, nicht tangiert wird, während die Dauer der Nachprogrammüberwachung weiterhin von der IWF-Leitungsebene und dem Exekutivdirektorium festgelegt wird. Wenn die vorzeitigen Rückzahlungen von insgesamt 18,3 Mrd. EUR Ende 2015 zur Erfüllung der bis Ende 2020 planmäßig vorgesehenen Zahlungen verwendet werden, würde der ausstehende Kreditbetrag dem IWF gegenüber bis 2021 über dem Schwellenwert von 200 % der Quote bleiben.

6. Schlussfolgerungen

Angesichts der derzeit äußerst günstigen Marktbedingungen kann der irische Staat durch eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits beträchtliche Einsparungen seiner Zinsausgaben erzielen. Wenn Irland zwischen Ende 2014 und Ende 2015 in drei gleich hohen Raten insgesamt 18,3 Mrd. EUR zurückzahlt und die Rückzahlung mit neuen gesamtfälligen 10-jährigen Anleihen mit einem Jahreszins von 1,88 % refinanziert, könnte sich der gesamte (nicht abgezinste) Zinsaufwand um bis zu 2,1 Mrd. EUR bzw. 1,2 % des BIP von 2013 verringern, wobei 0,22 % davon in 2015, 0,34 % in 2016 und 0,28 % in 2017 erzielt würden. Falls die Marktzinsen 50 Basispunkte höher lägen, würde dies den Zinsaufwand im Gesamtzeitraum um 300 Mio. EUR bzw. 0,17 % des BIP von 2013 erhöhen, sodass die aufgrund einer vorzeitigen Rückzahlung erzielten Einsparungen immer noch beträchtlich wären.

Durch eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits kann die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Irlands nachweislich verbessert werden. Sofern die geschätzten Einsparungen bei den staatlichen Zinsausgaben vollständig zum Defizit- und Schuldenabbau eingesetzt werden, würde die irische Staatsverschuldung 2020 unter sonst gleichen Bedingungen auf ca. 103 % des BIP zurückgehen, ca. 1 Prozentpunkt des BIP weniger als ohne vorzeitige Rückzahlung.⁷ Würden die staatlichen Zinsersparnisse hingegen teilweise oder vollständig zur Erhöhung der Primärausgaben oder für Steuersenkungen verwendet, wäre die Verbesserung der Schuldentragfähigkeit geringer. Gleichzeitig wird sich am mittel- bis langfristigen Haushaltskonsolidierungsbedarf Irlands wenig ändern, da ab 2021 die Nettoersparnisse aufgrund der vorzeitigen Rückzahlung minimal sein werden.

Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits könnte auch zur einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeiten der Staatsschulden führen. Wenn der IWF-Kredit durch neue 10-jährige Anleihen abgelöst würde, würde sich die durchschnittliche Laufzeit des ausstehenden IWF-Kredits durch die vorzeitige Rückzahlung von 3,9 Jahren Ende 2015 (ohne vorzeitige Rückzahlung) auf 7,5 Jahre Ende 2015 für die neuen 2024 gesamtfälligen Anleihen und den verbleibenden IWF-

⁶ Gemäß Verordnung (EU) Nr. 472/2013.

⁷ Bei diesen Schätzungen werden nur die Erstrundeneffekte aufgrund der geringeren Zinsausgaben berücksichtigt und die Projektionen aus dem im Juni 2014 veröffentlichten ersten Nachprogramm-Überwachungsbericht verwendet.

Anlage 2a

Kredit verlängern. Längere Durchschnittslaufzeiten bedeuten in der Regel mehr Stabilität beim staatlichen Schuldenmanagement und geringere Prolongationsrisiken.

Anlage 3



An Roinn Airgeadais
Department of Finance

Oifig an Aire
Office of the Minister

Mr Wolfgang SCHÄUBLE
Minister of Finance
Ministry of Finance
Wilhelmstrasse 97
DE-10117 BERLIN
Germany

27 August 2014

Dear Wolfgang,

I spoke with you on the margins of the July Eurogroup/ECOFIN meeting about Ireland's proposal to refinance a large portion of our IMF loans. I am writing to you now, and to all our ECOFIN colleagues to formally request your support for this proposal. This funding for our EU-IMF proposal amounted to some €85 billion, of which €17.5 billion came from our own resources with the remaining €67.5 billion from EU and IMF funding. This €67.5 billion was composed of €22.5 billion from the IMF, €22.5 billion from the EFSM, €17.7 billion from the EFSF and €4.8 billion from the bilateral loans (UK €3.8 billion, Sweden €0.6 billion and Denmark €0.4 billion).

As you are aware, Ireland successfully exited its programme at the end of last year. This reflected the efforts of the Irish people. It also reflected the strong support of our EU partners, and I would once again like to express our gratitude for this support.

As you know, we are now subject to Post Programme Surveillance, the main purpose of which is to assess our ability to repay. This initiative I am setting out in relation to our IMF loans will enhance our ability to repay. We have at all times, both during the programme and following our exit, sought ways of improving our debt sustainability, and a recent welcome example is the extension of maturities on our EFSF and EFSM loans.

Since our exit, our long term bond yields have reduced quite considerably and are currently trading below 2%. This is significantly below the cost of that portion of our IMF loans subject to the highest surcharge, which amounts to some €18.3 billion of the total of €22.5 billion, and for which the current all-in euro equivalent cost is around 5.0% (including hedging). This presents an opportunity to improve our debt sustainability by replacing expensive IMF funding for less expensive market based funding in phases over the next 18 to 24 months, thereby enhancing Ireland's debt sustainability, which would be in the interests of all stakeholders. Such a replacement would have the added benefit of releasing a substantial portion of the IMF resources currently assigned to Ireland for other IMF lending priorities – which would be to the benefit of all EU members. I am therefore actively considering this proposal. If it were to proceed, the repayment would be conducted in phases, and would of course depend critically on how the financial markets would respond to the additional debt issuance involved. We would propose to retain a significant element

Anlage 3

of IMF funding, thereby maintaining the IMF's participation in post programme monitoring for some years to come.

However, the loan agreements for the EU facilities, the EFSF and the EFSM along with those of the bilateral lenders – the UK, Sweden and Denmark, include a requirement for *pari passu* treatment of these loans, and the effectiveness of the proposed early IMF repayment would depend on a waiver of this condition. In this context, it is important to note the terms of the EFSF and EFSM loans have already been extended well beyond the maturity of the existing IMF loans – an initiative which was an important element in improving Ireland's debt sustainability and which is reflected in the financial markets' improving view of Ireland.

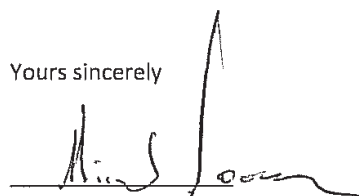
I understand that the IMF would welcome such early repayment, and indeed, that their charging structure encourages this approach.

I would therefore like to thank you for your support in our earlier discussion, and also to seek your support for this specific initiative of a waiver of the *pari passu* requirements in the EFSF and the EFSM loan agreements. I will seek the same agreement from our bilateral lenders the UK, Sweden and Denmark.

I have also written to Commission Vice President Katainen, IMF Managing Director Lagarde, ECB President Draghi and ESM Managing Director Regling on this subject.

I look forward to discussing this proposal with you next month at the informal ECOFIN in Milan.

Yours sincerely

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michael Noonan', written over a horizontal line.

Michael Noonan, T.D.

Minister for Finance

Anlage 3a

An Roinn Airgeadais
Finanzministerium

Oifig an Aire
Büro des Ministers

Wolfgang SCHÄUBLE
Bundesfinanzminister
Bundesministerium der
Finanzen
Wilhelmstrasse 97
10117 BERLIN

27. August 2014

Anrede

Am Rande des Eurogruppen-/ECOFIN-Treffens im Juli habe ich mit Ihnen über den Vorschlag Irlands gesprochen, einen großen Teil der irischen IWF-Darlehen zu refinanzieren. Ich wende mich nun an Sie und all unsere Kollegen im ECOFIN mit der Bitte um Ihre offizielle Unterstützung für diesen Vorschlag. Die Mittel für unser EU-IWF-Programm beliefen sich auf etwa 85 Mrd. EUR, von denen 17,5 Mrd. EUR aus eigenen Mitteln stammten und die verbleibenden 67,5 Mrd. EUR von der EU und dem IWF bereitgestellt wurden. Die 67,5 Mrd. EUR setzen sich aus 22,5 Mrd. EUR vom IWF, 22,5 Mrd. EUR aus dem EFSM, 17,7 Mrd. EUR aus der EFSF und 4,8 Mrd. EUR aus bilateralen Darlehen zusammen (VK 3,8 Mrd. EUR, Schweden 0,6 Mrd. EUR und Dänemark 0,4 Mrd. EUR).

Wie Ihnen bekannt ist, hat Irland Ende letzten Jahres erfolgreich das Programm verlassen. Dies spiegelt die Anstrengungen des irischen Volkes wider und ist auch Zeugnis der großen Unterstützung unserer EU-Partner, für die ich mich erneut bedanken möchte.

Wie Sie wissen, erfolgt nun eine Nachprogrammüberwachung Irlands, deren Hauptziel die Bewertung unserer Rückzahlungsfähigkeit ist. Die Initiative, die ich in Bezug auf unsere IWF-Darlehen darlegen möchte, wird unsere Rückzahlungsfähigkeit erhöhen. Sowohl während der Programmlaufzeit als auch nach Programmende sind wir stets bestrebt gewesen, unsere Schuldentragfähigkeit zu verbessern. Ein aktuelles Beispiel ist die Laufzeitverlängerung für unsere EFSF- und EFSM-Darlehen.

Seit Programmende haben sich die Renditen für unsere langjährigen Anleihen erheblich verringert und notieren aktuell unter 2 %. Dies liegt erheblich unter den Kosten für den Teil unserer IWF-Darlehen, der mit dem höchsten Aufschlag belegt ist und sich auf rund 18,3 Mrd. EUR von

Anlage 3a

insgesamt 22,5 Mrd. EUR beläuft. Hierfür betragen die aktuellen dem Euro-Gegenwert entsprechenden Gesamtkosten ca. 5,0 % (einschließlich Absicherung). Eine Möglichkeit zur Verbesserung unserer Schuldentragfähigkeit wäre daher die schrittweise Ablösung der teuren IWF-Finanzierung durch eine günstigere marktbasierte Finanzierung im Laufe der folgenden 18 bis 24 Monate. Eine solche Verbesserung der Schuldentragfähigkeit Irlands läge im Interesse aller Beteiligten. Mittels dieser Ablösung könnte zudem ein erheblicher Teil der IWF-Mittel, die gegenwärtig noch Irland zugewiesen sind, für andere Finanzierungsprioritäten des IWF aufgewendet werden. Dies wäre für alle EU-Mitglieder von Vorteil. Deshalb ziehe ich diesen Vorschlag aktiv in Erwägung. Sollte er umgesetzt werden, würde die Rückzahlung schrittweise erfolgen und natürlich in erheblichem Maße von der Reaktion der Finanzmärkte auf eine solche zusätzliche Emission von Schuldtiteln abhängen. Dabei beabsichtigen wir, einen erheblichen Teil der IWF-Mittel beizubehalten, so dass die Beteiligung des IWF an der Nachprogrammüberwachung auch in den kommenden Jahren gewährleistet ist.

Allerdings sind die Darlehensvereinbarungen der EU-Fazilitäten, der EFSF und des EFSM, sowie die Darlehensvereinbarungen der bilateralen Kreditgeber - VK, Schweden und Dänemark - mit einer *Pari-passu*-Klausel versehen. Die Wirksamkeit der vorgeschlagenen frühzeitigen Rückzahlung an den IWF würde daher von einem Verzicht auf diese Klausel abhängen. In diesem Zusammenhang gilt es anzumerken, dass die Konditionen der EFSF- und EFSM-Darlehen weit über die Laufzeit der bestehenden Darlehen des IWF verlängert wurden - dies war zur Verbesserung der Schuldentragfähigkeit Irlands wichtig und hat dazu geführt, dass Irland von den Finanzmärkten besser bewertet wird.

Meines Wissens würde der IWF eine frühzeitige Rückzahlung begrüßen und fördert mit seiner Zinsstruktur sogar ein solches Vorgehen.

Ich möchte Ihnen für Ihre Unterstützung danken, die Sie in unserem Gespräch bekundet haben und bitte um Unterstützung für diese konkrete Initiative zum Verzicht auf die *Pari-passu*-Bestimmungen in den Darlehensvereinbarungen der EFSF und des EFSM. Ich werde unsere bilateralen Kreditgeber, VK, Schweden und Dänemark, ebenfalls um Zustimmung ersuchen.

Ich habe diesbezüglich auch ein Schreiben an den Vizepräsidenten der EU-Kommission Katainen, die geschäftsführende Direktorin des IWF Lagarde, den Präsidenten der EZB Draghi und den geschäftsführenden Direktor des ESM Regling gerichtet.

Ich freue mich, diesen Vorschlag nächsten Monat anlässlich des informellen ECOFIN-Treffens in Mailand mit Ihnen näher zu erörtern.

Schlussformel

Michael Noonan, T.D.

Finanzminister



An Roinn Airgeadais
Department of Finance

Oifig an Aire
Office of the Minister

Anlage 4

Mr. Jyrki Katainen
Vice President and Commissioner for Economic and Monetary Affairs
European Commission
Brussels
Belgium

19 September 2014

Dear Jyrki,

I wrote on the 27th of August outlining my proposal for early repayment of a proportion of our IMF loans and seeking the EFSM's support for this initiative. As you are aware the proposal received broad political support from Ministers at the Informal ECOFIN (Milan, 13 September), subject to national approval procedures being satisfied.

I now write to formally request the EFSM's agreement to this proposal which is set out below:

Ireland proposes to repay up to €18.3 billion euro of its IMF programme loans and to replace these with less expensive market-based funding.

In order for the proposal to be successful, I hereby seek a waiver of the *mandatory proportionate prepayment* clause in our loan agreement with the EFSM (Article 7(3) of the EFSM Loan Facility Agreement in order to facilitate this proposed early repayment. I am also writing to the bilateral lenders, the United Kingdom, Sweden and the Kingdom of Denmark, and to the EFSF on the same basis.

The repayment of the IMF loans will be conducted in a phased and measured fashion which will take account of how the financial markets respond to the replacement debt issuance involved. We also intend to retain a significant element of IMF funding which will maintain the IMF's participation in post-programme monitoring for the duration initially envisaged, which is out to 2021.

In implementing this proposal I can confirm that the conditions specified in the Informal Ecofin's political agreement, as set out below, will be met:

- (i) the early repayment of IMF credit has a positive impact on the sustainability of Irish debt,
- (ii) there is consensus among all EU creditors to waive the proportional early repayment clause, and
- (iii) continued engagement by Ireland with the IMF in Post-Programme Monitoring (PPM) for the initially envisaged duration to mid-2021.

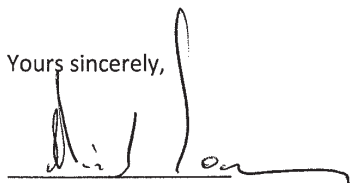
This proposal is positive for Ireland and will help alleviate the burden of servicing Ireland's debt. We believe that we may be able to save up 2.5 to 3 percentage points relative to the most expensive portion of the IMF debt subject to market conditions. There is therefore potential for significant

Anlage 4

savings. It would also be positive for Europe, representing a further significant step in normalisation of a former programme country. It would also release a significant amount of IMF resources for other lending priorities. Additionally, it would improve the position of the EU based lenders as the IMF has preferred creditor status.

I thank you for your support to date on this matter.

Yours sincerely,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Michael Noonan', written over a horizontal line.

Michael Noonan, T.D.
Minister for Finance

Anlage 4a

An Roinn Airgeadais
Finanzministerium

Oifig an Aire
Büro des Ministers

Jyrki Katainen
Vizepräsident und Kommissar für Wirtschaft und Währung
Europäische Kommission
Brüssel
Belgien

19. September 2014

Anrede

Mit Schreiben vom 27. August hatte ich Ihnen meinen Vorschlag für eine vorzeitige Rückzahlung eines Teils unserer IWF-Kredite dargestellt und den EFSM um Unterstützung gebeten. Wie Sie wissen, haben die Minister diesen Vorschlag auf dem informellen ECOFIN (am 13. September in Mailand) grundsätzlich befürwortet vorbehaltlich der Einhaltung nationaler Genehmigungsverfahren.

Mit diesem Schreiben bitte ich nun offiziell um Zustimmung des EFSM zu diesem nachstehend ausgeführten Vorschlag:

Irland beabsichtigt, bis zu 18,3 Mrd. EUR seiner IWF-Programmdarlehen zurückzuzahlen und diese durch eine günstigere marktbasierte Finanzierung abzulösen.

Zur erfolgreichen Umsetzung des Vorschlags bitte ich hiermit um Verzicht auf die in unserer Darlehensvereinbarung mit dem EFSM enthaltene Klausel zur *obligatorischen proportionalen vorzeitigen Rückzahlung* (Artikel 7 Abs. 3 der EFSM-Vereinbarung über eine Darlehensfazilität), um so die vorgeschlagene vorzeitige Rückzahlung zu ermöglichen. Ein vergleichbares Schreiben geht an die bilateralen Kreditgeber – Vereinigtes Königreich, Schweden und Dänemark – sowie die EFSF.

Die Rückzahlung der IWF-Darlehen wird schrittweise und maßvoll erfolgen unter Berücksichtigung der Reaktion der Finanzmärkte auf die erforderlichen Anleiheemissionen. Einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung möchten wir beibehalten, sodass der IWF, wie ursprünglich vorgesehen, bis 2021 an der Nachprogrammüberwachung beteiligt bleibt.

Hiermit bestätige ich, dass bei der Umsetzung des Vorschlags die in der politischen Einigung vom informellen ECOFIN aufgestellten u. g. Voraussetzungen erfüllt werden:

- i. Die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits wirkt sich positiv auf die irische Schuldentragfähigkeit aus,

Anlage 4a

- ii. alle EU-Gläubiger sind sich über den Verzicht auf die Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung einig und
- iii. Irland bleibt, wie ursprünglich vorgesehen, bis Mitte 2021 in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF.

Dieser Vorschlag ist gut für Irland und trägt zur Entlastung des irischen Schuldendienstes bei. Wir gehen davon aus, dass wir in Bezug auf den teuersten Teil unserer IWF-Schulden je nach Marktbedingungen ca. 2,5-3 Prozentpunkte einsparen können. Es besteht somit ein erhebliches Einsparpotenzial. Die Maßnahme wäre auch gut für Europa, da sie einen weiteren bedeutenden Schritt hin zur Normalisierung eines ehemaligen Programmlandes darstellt. Außerdem würde dadurch ein beträchtlicher Betrag an IWF-Mitteln für andere Kreditvergabeprioritäten freigesetzt. Nichtzuletzt würde sich die Position der EU-Kreditgeber verbessern, da der IWF als bevorrechtigter Gläubiger gilt.

Ich danke Ihnen für Ihre bisherige Unterstützung in dieser Angelegenheit.

Schlussformel

Michael Noonan, T.D.

Finanzminister

