Deutscher Bundestag **Drucksache 19/5838**

19. Wahlperiode 19.11.2018

Antrag

des Bundesministeriums der Finanzen

Portugal: Vorzeitige Rückzahlung der ausstehenden Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF) und Teile der Kredite der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF); Einholung eines zustimmenden Beschlusses des Deutschen Bundestages nach § 3 Absatz 2 Nummer 2 des Stabilisierungsmechanismusgesetzes (StabMechG)

Schreiben des Bundesministers der Finanzen – E B 4 - WK 3810/06/10013 :015 vom 19. November 2018

Anlagen: 6

Anlage 1	Antrag des portugiesischen Finanzministers Mário Centeno an den Geschäftsführenden Direktor der EFSF Klaus Regling – *Original* –
Anlage 1a	– *informelle deutsche Arbeitsübersetzung* –
Anlage 2	Gemeinsamer Vermerk von EU-Kommission, EZB und ESM zu Auswirkungen weiterer vorzeitiger Rückzahlungen ausstehender IWF-Kredite auf die öffentlichen Finanzen Portugals und die Rechte der europäischen Gläubiger – *Original* –
Anlage 2a	– *informelle deutsche Arbeitsübersetzung* –
Anlage 3	Schreiben der EFSF an den Vorsitzenden der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (EAG) Hans Vijlbrief – *Original* –
Anlage 3a	– *informelle deutsche Arbeitsübersetzung* –

Der Bundestag wolle beschließen:

Die Republik Portugal hat ihre Europäischen Partner um Zustimmung gebeten, den noch ausstehenden Teil ihrer vom Internationalen Währungsfonds (IWF) empfangenen Finanzhilfe in Höhe von 3,863 Mrd. Sonderziehungsrechte – SZR (ca. 4,675 Mrd. Euro) vorzeitig zurückzuzahlen. Gleichzeitig hat Portugal seine Bereitschaft signali-

siert, nach Tilgung der IWF-Kredite bis zu 2 Mrd. Euro an die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) vorzeitig zurückzuzahlen.

Mit diesem Schreiben beantragt das Bundesministerium der Finanzen (BMF) 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 Portugal enthaltenen Klausel über die parallele proportionale vorzeitige Tilgung von EFSF-Darlehen durch Portugal. Damit würde die Bundesregierung ermächtigt, als EFSF-Garantiegeber einem entsprechenden Beschlussvorschlag zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zuzustimmen und anschließend im EFSF-Direktorium den Beschluss zu billigen. Der entsprechende Antrag Portugals an die EFSF ist in den Anlagen 1 und 1a beigefügt.

Begründung

Portugal hat im Rahmen seines makroökonomischen Anpassungsprogramms der Jahre 2011 bis 2014 Finanzhilfen von der EFSF in Höhe von 26 Mrd. Euro, vom Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) in Höhe von 24,3 Mrd. Euro und vom IWF in Höhe von 22,9 Mrd. SZR erhalten. Die Finanzhilfevereinbarungen Portugals mit der EFSF und dem EFSM beinhalten Klauseln, die Portugal im Fall einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF auch zu einer parallelen Tilgung gegenüber diesen Gläubigern in proportionaler Höhe verpflichten würden („Parallelitätsklauseln“). Im Falle der EFSF bedeutet die vorzeitige Rückzahlung an den IWF einen teilweisen Verzicht, da die Rückzahlung an die EFSF nicht proportional erfolgt. Einen gleichlautenden Antrag hat Portugal an die Europäische Kommission gestellt, um auch in Bezug auf den EFSM einen entsprechenden Beschluss zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zu bewirken. Dieser Antrag ist nicht Gegenstand dieses Schreibens des BMF, da er nicht den Bestimmungen des StabMechG unterliegt.

Um Zinskosten zu reduzieren, hatte Portugal bereits im März 2015 sowie im Juni 2017 Beschlüsse von EFSF und EFSM zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel bewirkt. Diese Beschlüsse ermöglichten dem Land eine vorzeitige Rückzahlung von 83 % der IWF-Schulden in Höhe von insgesamt 19,079 Mrd. SZR. Dieser Betrag wurde inzwischen vollständig zurückgezahlt und die damaligen Nichtanwendungsbeschlüsse der Parallelitätsklausel ausgeschöpft. Nun möchte Portugal – dem Beispiel Irlands folgend – die noch ausstehenden IWF-Kredite in Höhe von 3,863 Mrd. SZR (4,675 Mrd. Euro) ebenfalls vorzeitig zurückzahlen. Gleichzeitig hat Portugal seine Bereitschaft signalisiert, nach Tilgung der IWF-Kredite bis zu 2 Mrd. Euro an die EFSF vorzeitig zurückzuzahlen.

Die Rückzahlung an den IWF soll in mehreren Tranchen binnen 26 Monaten unter Berücksichtigung der Marktbedingungen erfolgen. Nach Tilgung der IWF-Kredite könnte Portugal in den Jahren 2020 bis 2023 bis zu 2 Mrd. Euro vorzeitig an die EFSF zurückzahlen. Zur Vermeidung negativer Haltekosten soll die genaue Terminierung der anvisierten Rückzahlungen an die EFSF in Abstimmung mit Portugal zu gegebener Zeit erfolgen.

Indem Portugal diese IWF-Forderungen durch Marktkredite mit längeren Laufzeiten ersetzt, kann es zu Zinseinsparungen und zu einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der portugiesischen Staatsschulden und damit zu einer Glättung der jährlichen Schuldentilgung kommen. Eine solche Glättung würde die Refinanzierungsrisiken des portugiesischen Staates absenken. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), die Europäische Kommission und die Europäische Zentralbank gehen in dem in den Anlagen 2 und 2a beigefügten Vermerk von einem finanziellen Nutzen für Portugal von 80 Mio. Euro durch die vorzeitige Ablösung der IWF-Kredite aus. Durch vorzeitige Rückzahlungen an die EFSF in Höhe von 2 Mrd. Euro rechnen die Institutionen mit Einsparungen zwischen 60 und 280 Mio. Euro, falls sich die Marktbedingungen nicht verschlechtern. Dies könnte langfristig zu einer Verbesserung der Schuldentragfähigkeit führen.

In ihrer Analyse unterstreichen die Institutionen, dass die vorzeitige Tilgung nicht nur die genannten Entlastungseffekte bewirkt. Sie sendet auch ein positives Signal an die Märkte, was zu einer weiteren Entlastung bei den portugiesischen Refinanzierungskosten führen kann. Hervorgehoben wird die anhaltende gute Situation der portugiesischen Volkswirtschaft mit einem erwarteten Wachstum von 2,2 % für 2018. Inzwischen bewerten wieder

alle vier relevanten Ratingagenturen Investitionen in portugiesische Staatsanleihen mit Investmentstatus und erleichtern damit die Refinanzierungsmöglichkeiten Portugals. Andererseits sehen die Institutionen auch Risiken für die Wirtschaft aufgrund eines möglichen Absinkens der externen Nachfrage und zunehmendem Handelsprotektionismus. Eine zunehmende Volatilität an den europäischen Finanzmärkten könnte die gegenwärtig guten Refinanzierungsbedingungen Portugals verschlechtern.

Vor diesem Hintergrund soll die Nichtanwendung der Parallelitätsklauseln von EFSF und EFSM nur gelten, wenn vor jeder Teilrückzahlung die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

- Die Kosten für das IWF-Darlehen sind höher als die Refinanzierungskosten am Markt mit vergleichbarer Laufzeit.
- Die gesamte gewichtete Restlaufzeit der portugiesischen Staatsverschuldung, ohne Berücksichtigung der EFSM-, IWF- und EFSF-Darlehen, darf nicht unter 6,5 Jahre fallen.
- Staatsanleihen, die zur vorzeitigen Rückzahlung an den IWF begeben werden, dürfen eine Laufzeit von fünf Jahren nicht unterschreiten.
- Die portugiesische Barreserve muss mindestens 40 % des portugiesischen Refinanzierungsbedarfs der nächsten zwölf Monate abdecken.
- Zum Rückzahlungszeitpunkt an die EFSF muss außerdem sichergestellt werden, dass diese Teilrückzahlung für Portugal unter Berücksichtigung der Schuldentragfähigkeitsanalyse und der Marktbedingungen vorteilhaft ist.

Die Einhaltung dieser Bedingungen wird vom Geschäftsführenden Direktor der EFSF überprüft. In die Prüfung können auch weitere Aspekte eingehen, die für die wirtschaftliche und finanzielle Fähigkeit Portugals zur Leistung der vorzeitigen Rückzahlung von Relevanz sind. Portugal hat bereits sein Einverständnis mit diesen Bedingungen signalisiert.

Die EFSF hat mit Schreiben vom 24. Oktober 2018 an den Vorsitzenden der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (EAG) die Garantiegeber der EFSF über den portugiesischen Antrag informiert (vgl. Anlagen 3 und 3a). In den Sitzungen der EAG und des Wirtschafts- und Finanzausschusses des Rates der Europäischen Union für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) am 25./26. Oktober 2018 hat der deutsche Sitzungsvertreter auf die erforderliche Zustimmung des Plenums des Deutschen Bundestages hingewiesen.

Das BMF unterstützt den portugiesischen Antrag. Insbesondere zu begrüßen ist, dass Portugal auch bereit ist, Teile der EFSF-Kredite vorzeitig zurückzuzahlen. Zwar sind die direkten Einspareffekte relativ gering, sie stellen jedoch ein positives Signal an die Finanzmärkte dar und könnten daher zu zusätzlichen Entlastungen des portugiesischen Staatshaushalts führen. Das BMF sieht in der Stärkung der fiskalischen Situation in Portugal auch einen Beitrag zur weiteren Stabilisierung der gemeinsamen Währung.

Das BMF unterstützt ausdrücklich den Vorschlag der Institutionen, den Verzicht auf die Anwendung der Parallelitätsklauseln in Bezug auf die einzelnen Rückzahlungstranchen an konkrete Bedingungen zu knüpfen. Sie verhindern insbesondere eine zu kurzfristige Refinanzierung. Dies trägt zu einer Abschwächung der Refinanzierungsrisiken bei. Die Bedingung einer angemessenen portugiesischen Barreserve erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass das Land auch bei sich verschlechternden Refinanzierungsbedingungen kurz- und mittelfristig liquide bleibt. Schließlich unterstützen diese Bedingungen auch eine solide Haushaltspolitik. Es ist daher zu begrüßen, dass die portugiesische Regierung in ihrem Antragsschreiben die Bereitschaft zur Fortsetzung der Haushaltskonsolidierung und zur Einhaltung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausdrücklich bekräftigt hat.

Eine Beschlussfassung auf europäischer Ebene in den EFSF-Gremien ist für Anfang Dezember 2018 vorgesehen. Diese Zeitplanung würde es Portugal erlauben, noch in diesem Jahr eine vorzeitige Teilrückzahlung der durch den IWF gewährten Finanzhilfen zu leisten. Ich bitte daher um eine rechtzeitige Befassung des Deutschen Bundestages noch im November 2018.

Anlage 1

24 OUT '18 001771

REPÚBLICA PORTUGUESA
MINISTRO DAS FINANÇAS

Lisbon,

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

Your Excellency, Dear Klaus,

I am writing to formally request the EFSF's agreement to the Portuguese Republic's early reimbursement of the remaining part of the IMF loans granted in the context of the Economic Adjustment Programme. As you have been duly informed, Portugal used up the second waiver granted in 2017, making the last prepayment in January 2018, and leaving the outstanding IMF loan at approximately SDR 3.863 billion.

The 2011-2014 EU-IMF Adjustment Programme for Portugal entailed a total financial package of €78 billion, financed in three equal shares by the EFSM, the EFSF, and the IMF, of which circa €76 billion were effectively disbursed. Portugal underwent major adjustment efforts and the measures implemented have been successful. As a result, the Portuguese economy is now characterized by solid public finances and robust foundations supporting balanced and job-rich growth.

1

In 2017, economic growth stood at 2.8% – above the euro area average –, the unemployment rate reached pre-crisis levels, and banks' legacy problems were firmly addressed. After exceeding expectations in 2017, on both the economic and fiscal fronts, Portugal is expected to continue to do so in 2018, with real GDP growth in the second quarter (0.6% q-o-q and 2.4% y-o-y) above the euro area average. In 2018, the real GDP growth is projected to reach 2.3%, in line with the Stability Program 2018-2022; job creation remains strong, driving unemployment rate down; and banking sector robustness has steadily improved. These positive developments in rating upgrades to investment grade status by all Credit Rating Agencies.

The fiscal consolidation effort achieved so far is equally significant. After a budget deficit of 0.9% of GDP in 2017 (excluding the impact of Caixa Geral de Depósitos recapitalization), data on budget execution on a cash basis until August 2018, together with the strong performance of the economy, suggest that the deficit target of 0.7% of GDP for 2018 is well within reach. The control of expenditure, reflecting in particular the public expenditure review, and the increase in tax revenues also benefiting from the GDP growth and the steady increase in employment support the favorable fiscal outturn.

Gabinete do Ministro das Finanças
Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisboa, PORTUGAL
TEL + 351 21 881 68 00 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gabinete.ministro@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

REPÚBLICA PORTUGUESA
MINISTRO DAS FINANÇAS

These developments support the view that the budget deficit is being reduced in a structural manner and that the convergence towards MTO is progressing at an appropriate pace. The Government remains fully committed to further pursue the fiscal consolidation effort, in compliance with the Stability and Growth Pact rules.

In what concerns the financing policy, Portugal's priorities have been to smooth the profile for future debt and to establish a substantial cash buffer, which should amount to €8.5 billion (excluding cash-collateral) by the end of December 2018. In this scenario, the ability to refinance the IMF loans in advance continues to be an opportunity to enhance debt sustainability, which will benefit all creditors, including the EFSM and the EFSF, and reinforce the credibility of the euro area.

In this context, the Portuguese Republic commits to pursuing each individual repayment of the IMF loan guaranteeing that the following principles will be followed: (i) there is a cost advantage in each repayment; (ii) each repayment will have a positive impact on the average maturity of the overall outstanding debt; (iii) the cash buffer is sufficient to cover more than 40% of the borrowing needs of the next 12 months, and (iv) subject to a final assessment to be made closer to the relevant date, a repayment to EFSF in 2020-2023 will take place under the conditions detailed below.

The outstanding IMF loans have an estimated yield of 0.86%. This value compares with a yield of 0.42% for the same average maturity (3.61 years) if borrowing occurs through Portuguese government bonds. Thus, potential interest savings by replacing the IMF credit with new bonds issued are within reach. These interest savings will contribute to the continued fiscal consolidation. In addition, as IMF loan redemptions represent a relevant share of the Republic's refinancing peaks of 2021-22, the early repayment will improve market perception and provide a relevant contribution to improve debt sustainability further.

I, therefore, propose the early repayment of up to approximately SDR 3.863 billion (up to approximately EUR €4.675 billion at the exchange rate of SDR 0.826189 per 1 EUR as of 22nd October 2018) of our IMF Programme loans in a phased approach over 26 months, taking into account market conditions and the above-mentioned principles. This will terminate the IMF loan.

The EFSF loan agreements signed with Portugal[1] foresees that, upon an early repayment to the IMF by Portugal, a proportional amount of the financial assistance provided under EFSF facilities shall become due. In this context, I would ask you for a waiver of these provisions on EFSF loans as follows: (1) the EFSF will be repaid up to

[1] Clause 6(2) of the loan facility agreement dated 27 May 2011, as further amended on 25 June 2013; Clause 6(2) of the financial assistance facility agreement dated 9 December 2011, as further amended on 25 June 2013; Clause 7(2) of the master financial assistance facility agreement dated 25 May 2012, as further amended on 25 June 2013.

Gabinete do Ministro das Finanças
Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisboa, PORTUGAL
TEL + 351 21 881 68 00 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gabinete.ministro@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

REPÚBLICA PORTUGUESA

MINISTRO DAS FINANÇAS

EUR 2 billion in 2020-2023 (following full repurchase of IMF loans), subject to assessments, closer to the relevant dates, that the repayment is overall beneficial for Portugal taking into account market conditions and the impact on debt sustainability; (2) the exact amounts would be determined on the basis of the assessments mentioned above.

I am also seeking a waiver under the EFSM loans, which includes similar mandatory prepayment provisions, of similar obligations to repay the EFSM arising from both the early voluntary repayment of IMF loans, and the early repayment to the EFSF made as a result of the above-mentioned waiver of the mandatory EFSF prepayment requirements.

Against this, I have also written to the European Commission Vice-President, Mr. Dombrovskis, to Commissioner Moscovici, and also to the IMF Managing Director, Mrs. Lagarde, and to the ECB President, Mr. Draghi.

Yours sincerely,

Mário Centeno

Minister of Finance

Gabinete do Ministro das Finanças
Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisboa, PORTUGAL
TEL + 351 21 881 68 00 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gabinete.ministro@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

Interne Arbeitsübersetzung (Spr.-D. BMF) Übers.-Nr.: 1180-2018

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

Anrede

Mit diesem Schreiben beantrage ich offiziell die Zustimmung der EFSF zu einer vorzeitigen Rückzahlung des Restbetrags der im Rahmen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms gewährten IWF-Kredite durch die Portugiesische Republik. Wie Ihnen ordnungsgemäß mitgeteilt wurde, hat Portugal den 2017 gewährten zweiten Verzicht ausgeschöpft, wobei die letzte vorzeitige Rückzahlung im Januar 2018 geleistet wurde, sodass sich der ausstehende IWF-Kreditbetrag nun auf rund 3,863 Mrd. SZR beläuft.

Das EU-/IWF-Anpassungsprogramm für Portugal 2011-2014 umfasste ein zu drei gleichen Teilen durch EFSM, EFSF und IWF finanziertes Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. EUR, von denen ca. 76 Mrd. EUR tatsächlich ausgezahlt wurden. Portugal hat große Anpassungsanstrengungen unternommen, und die umgesetzten Maßnahmen waren erfolgreich. Die portugiesische Wirtschaft zeichnet sich daher heute durch solide öffentliche Finanzen und robuste Fundamente aus, die ein ausgewogenes und beschäftigungswirksames Wachstum tragen.

Im Jahr 2017 betrug das Wirtschaftswachstum 2,8 % und lag damit über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, die Arbeitslosenquote sank auf Vorkrisenniveau und die Altlastenprobleme der Banken wurden konsequent angegangen. Nachdem Portugal im Jahr 2017 sowohl wirtschaftlich als auch haushaltspolitisch die Erwartungen übertraf, wird dies – angesichts eines über dem Durchschnitt im Euroraum liegenden Wachstums des realen BIP im zweiten Quartal (0,6 % im Quartalsvergleich und 2,4 % im Vorjahresvergleich) – voraussichtlich auch 2018 gelingen. Im Jahr 2018 wird das Wachstum des realen BIP in Einklang mit dem Stabilitätsprogramm 2018-2022 voraussichtlich 2,3 % erreichen, es werden weiterhin zahlreiche Arbeitsplätze geschaffen, wodurch die Arbeitslosenquote sinkt, und die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors ist stetig gestiegen. Diese positiven Entwicklungen haben bewirkt, dass alle Rating-Agenturen ihre Ratings auf Investment Grade angehoben haben.

Der Erfolg der bisherigen Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung ist ebenfalls beträchtlich. Nachdem das Haushaltsdefizit im Jahr 2017 bei 0,9 % des BIP lag [ohne Berücksichtigung der Auswirkungen der Rekapitalisierung der *Caixa Geral de Depósitos*], deuten die Daten zum Haushaltsvollzug auf Kassenbasis bis August 2018 zusammen mit der soliden Wirtschaftsleistung darauf hin, dass das Defizitziel von 0,7 % des BIP im Jahr 2018 durchaus in Reichweite ist. Die Ausgabenkontrolle, insbesondere die Überprüfung der öffentlichen Ausgaben, der Anstieg des Steueraufkommens, zu dem auch das BIP-Wachstum beitrug, und der stetige Anstieg der Beschäftigungszahlen stützen das günstige Haushaltsergebnis.

Diese Entwicklungen bestätigen die Ansicht, dass das Haushaltsdefizit strukturell abgebaut wird und dass die Annäherung an das mittelfristige Haushaltsziel mit angemessenem Tempo voranschreitet. Die Regierung wird die Anstrengungen zur

Haushaltskonsolidierung entsprechend dem Stabilitäts- und Wachstumspakt konsequent fortsetzen.

Hinsichtlich der Finanzierungsstrategie war es Portugals vorrangiges Ziel, eine Entzerrung des Profils künftiger Schulden zu erzielen und einen beträchtlichen Liquiditätspuffer aufzubauen, der sich Ende Dezember 2018 auf 8,5 Mrd. EUR (ohne Barsicherheiten) belaufen dürfte. Vor diesem Hintergrund ist die Möglichkeit einer vorzeitigen Refinanzierung der IWF-Kredite nach wie vor eine Chance, die Schuldentragfähigkeit zu verbessern – was allen Gläubigern, einschließlich EFSM und EFSF, zugute kommt – und die Glaubwürdigkeit des Euroraums zu stärken.

In diesem Zusammenhang verpflichtet sich die Portugiesische Republik, jede einzelne Rückzahlung des IWF-Kredits unter Gewährleistung der nachfolgenden Grundsätze durchzuführen: i) Mit jeder Rückzahlung ist ein Kostenvorteil verbunden; ii) jede Rückzahlung wirkt sich positiv auf die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Gesamtschulden aus; iii) der Liquiditätspuffer deckt mehr als 40 % des Refinanzierungsbedarfs der nächsten 12 Monate ab; und iv) vorbehaltlich einer abschließenden Bewertung, die in zeitlicher Nähe zum jeweiligen Termin vorgenommen wird, erfolgt eine Rückzahlung an die EFSF im Zeitraum 2020-2023 zu den nachstehend erläuterten Bedingungen.

Die Verzinsung der ausstehenden IWF-Kredite wird mit 0,86 % veranschlagt. Diesem Wert steht eine Verzinsung von 0,42 % bei gleicher durchschnittlicher Laufzeit (3,61 Jahre) gegenüber, wenn die Kreditaufnahme über portugiesische Staatsanleihen erfolgt. Somit sind Zinsersparnisse möglich, wenn der IWF-Kredit durch neu emittierte Anleihen ersetzt wird. Diese Zinsersparnisse werden zu der fortgesetzten Haushaltskonsolidierung beitragen. Zudem wird durch eine vorzeitige Rückzahlung die Marktwahrnehmung verbessert und ein wesentlicher Beitrag zu einer weiteren Stärkung der Schuldentragfähigkeit geleistet, da die Zahlungen zur Tilgung der IWF-Kredite einen maßgeblichen Teil der Refinanzierungsspitzen im Zeitraum 2021-22 ausmachen.

Daher schlage ich vor, dass Portugal bis zu ca. 3,863 Mrd. SZR (bis zu ca. 4,675 Mrd. EUR zum Wechselkurs von 0,826189 SZR = 1 EUR mit Stand am 22. Oktober 2018) seiner IWF-Programmkredite in mehreren Schritten über einen Zeitraum von 26 Monaten unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und der obigen Grundsätze vorzeitig zurückzahlt. Hierdurch wird das IWF-Darlehen abgelöst.

Nach den mit Portugal unterzeichneten EFSF-Darlehensvereinbarungen[1] wird im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF durch Portugal ein proportionaler Betrag der im Rahmen der EFSF-Fazilitäten gewährten Finanzhilfe fällig. In diesem Zusammenhang ersuche ich Sie, wie folgt auf diese EFSF-Darlehensklauseln zu verzichten: 1) Der EFSF werden im Zeitraum 2020-2023 bis zu 2 Mrd. EUR zurückgezahlt [im Anschluss an eine vollständige Tilgung der IWF-Kredite], und zwar vorbehaltlich von Einschätzungen in zeitlicher Nähe zum jeweiligen Termin, dass die Rückzahlung unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und der Auswirkung auf die Schuldentragfähigkeit für Portugal insgesamt positiv ist; 2) die konkreten Beträge werden auf der Grundlage der oben genannten Beurteilungen festgesetzt.

Ebenso ersuche ich im Rahmen der EFSM-Darlehen, die ähnliche Klauseln über die obligatorische vorzeitige Rückzahlung enthalten, um den Verzicht auf ähnliche Verpflichtungen zu Rückzahlungen an den EFSM, die sowohl aus der vorzeitigen

[1] Abschn. 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Darlehensfazilität vom 27. Mai 2011 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013; Abschn. 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität vom 9. Dezember 2011 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013; Abschn. 7 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Hauptfinanzhilfefazilität vom 25. Mai 2012 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013.

freiwilligen IWF-Kreditrückzahlung als auch aus der vorzeitigen EFSF-Rückzahlung entstehen, die infolge des oben genannten Verzichts auf die EFSF-Klauseln über die obligatorische vorzeitige Rückzahlung vorgenommen wurden.

Ich habe ein entsprechendes Schreiben an Herrn Dombrovskis, Vizepräsident der Europäischen Kommission, Herrn Moscovici, EU-Kommissar, Frau Lagarde, geschäftsführende Direktorin des IWF und Herrn Draghi, Präsident der EZB, gerichtet.

Schlussformel

Mário Centeno

Minister der Finanzen

24 October 2018

Impact of further early repayments of remaining IMF loan on Portuguese public finances and European creditor rights

(Joint note by the European Commission, the ECB, and the ESM)

1. Introduction

The Portuguese government plans to fully repay its IMF loans ahead of their scheduled maturity. Portugal's debt management office (IGCP) plans to repay from 2018 to 2020 the remainder of its IMF loan amounting to SDR 3.863 billion (approximately €4.675 billion)[1], which corresponds to 187.5% of Portugal's IMF quota. According to IGCP, the two main advantages from the early repayment of the IMF in total are: (1) cost reduction by refinancing at a lower rate and (2) redemption profile management by smoothing the maturity concentration observed in 2021-2022 (figure 1, annex 1). The latter consideration is particularly relevant under the current market conditions, since a balanced redemption profile is clearly favoured by the market and rating agencies, and would in all likelihood translate into lower secondary market volatility and rates.

A commitment to early repay official creditors would further underscore Portugal's sound market access. In the past, Portugal realized significant cost savings by prepaying the IMF, as surcharges associated with exceeding the 187.5% quota were applicable. The terms of Portugal's market access remain favourable, while its debt management strategy focuses on reducing the funding costs and smoothening debt redemptions going forward. In this context, an assessment of granting a waiver for the mandatory repayment rights that the EFSF and EFSM have under the lending contracts could also consider an early repayment of the European official loans in the period 2020-2023 after Portugal has repaid the IMF loans.

The note assesses potential benefits and risks of further IMF prepayments in the context of granting a waiver under EFSF and EFSM lending contracts. In this context, the note focuses on the financial savings from the early repayment of IMF official loans as well as the implications for Portugal's debt sustainability and the position of EFSF and EFSM from a creditor's perspective. The analysis is based on current working assumptions provided by the Portuguese authorities on the size and the timing of the early repayment operation. The overall assessment of the refinancing operation will critically depend on its actual size and timing, interest rate and other macro modalities.

2. Past early repayments of outstanding IMF loans

After the January 2018 early IMF repayment, Portugal exhausted the second EFSF and EFSM waivers of € 9.4 billion and reached its IMF loan facility quota (187.5%). The maximum original outstanding IMF loan stood at SDR 22.942 billion. Under the first umbrella waiver approved by the EFC in February 2015, Portugal early repaid SDR 11,471 billion or € 14.3 billion[2] to the IMF between March 2015 and February 2017[3]. Under the second umbrella waiver approved by the EFC in June 2017, Portugal early repaid SDR 7,608 billion or €9.4 billion[4] to the IMF. As a result of these

[1] At the exchange rate of SDR 0.826189 per 1 EUR as of 22nd October 2018

[2] SDR/euro reference rate of 0.801885 as established by the EFSF Board of Directors decision of 27 June 2015.

[3] Repayments were done in the amounts of SDR 6.579 billion in 2015, SDR 3.560 billion in 2016, and SDR 1.332 billion in 2017.

[4] SDR/euro reference rate of 0.809289 as established by the EFSF Board of Directors decision of 28 June 2017

prepayments, the outstanding IMF loans now stands at the 187.5% IMF quota (SDR 3.863 billion or €4.67 billion[5]).

3. Current economic and financial conditions

Despite robust growth, positive cyclical conditions recede in 2018. After a retreat in the first quarter, economic activity in the second quarter stabilised. This quarter the contribution of domestic demand increased in annualised terms mainly following a strong increase in private consumption. Investment presented a less intense growth, driven by the decrease of Gross fixed capital formation (GFCF) in transport and construction. This was counter-balanced by an increase in inventories observed since January. The negative contribution from net exports follows external demand weakening and temporary disruptions in car manufacturing. Consensus growth forecast for 2018 remain within reach but risks to the economic outlook remain to the downside due to lower external demand and uncertainties that may include for instance episodes of volatility in European bond markets and heightened trade protectionism.

According to the Commission's 2018 interim summer forecast, the pace of GDP is expected to ease as GDP growth is estimated at 2.2% in 2018 before decelerating to 2% in 2019. Banco de Portugal foresees the growth rate to slow further to 1.7% by 2020 (figure 2, annex 1). Private consumption is expected to moderate somewhat along with some slowdown in employment growth. Investment managed to gain some pace in 2017. Export growth remains overall high and sound, including some further export market share gains observed in 2017 and 2018. Unemployment continues its decline to 6.8% in June 2018 reflecting employment growth in labour intensive sectors while inflation (HICP) is set to stabilize at around 1.6% by 2019.

The government's budget deficit target for 2018 of 0.7% of GDP seems achievable. Budgetary developments in the first half of the year are compatible with achieving the 2018 deficit target. In 2019 the government expects to further lower the deficit target, maintaining the deficit targets of the stability programme (0.7% for 2018 and 0.2% in 2019).

Financing conditions remained broadly stable in recent months, following heightened volatility in May and June. The IGCP has front-loaded significantly and extended the maturity at issuance in the year to date. The IGCP is on track to meet its 2018 issuance target, having raised €15 billion and has already completed its annual plan. Investor demand in the two auctions held since the summer break was good, as evidenced by the high bid-to-cover ratios. Market liquidity has improved and volatilities have eased, but risks have not disappeared in the near term given external uncertainties.

4. Considerations surrounding further IMF prepayments

Financial benefits in terms of debt service costs and continued prudent debt management practices have been the main preconditions to allow for an early IMF repayment. Overall, previous prepayments entailed significant financial benefits for the Portuguese state and allowed the further smoothening and extension of the debt maturity profile. These savings along with the strong economic performance have been regarded as a positive signal to markets. An assessment whether the benefits of an early IMF repayment persist is key in deciding on granting waivers of creditor rights by the EFSF and EFSM.

[5] SDR/euro average reference rate of 0.82653075 between the 9th and the 12th of October of 2018

4.1 Direct financial benefits and improvements in debt structure

Market conditions support the strategy for further early IMF repayments by Portugal. After the IGCP has repaid the IMF loans up to the current outstanding amount, their costs declined significantly.[6] The outstanding IMF loans have an estimated yield of 0.86%. This value compares with borrowing costs for Portugal of 0.42% for the same average maturity of 3.61 years. Thus, funding IMF prepayments will likely generate financial benefits. Furthermore, by continuing early IMF repayments by replacing IMF loans with longer-dated government debt, Portugal plans to lengthen the redemption profile and reduce refinancing risks. This strategy may imply higher interest costs in the short-run, but certainly would lower refinancing risks in the long-run.

Early IMF repayment as well as repayments of the IMF and other official creditors would generate financial benefits. Assuming that Portugal early repays the IMF loan in the following two years under the current market conditions could generate financial benefits of €80 million for Portugal. These benefits could be assessed against a scenario of financial benefits where the EFSM and EFSF would not grant a waiver. This would entail a proportionate repayment of official loans. However, the analysis of relative financial benefits for Portugal shows that all early official debt repayments could generate benefits.

IMF loans have a shorter maturity than EFSF and EFSM loans. Portugal's debt management strategy targets the smoothening of the maturity profile. It prioritises official loans becoming due sooner and refinances them with longer-dated government bond, financed at the current low market rates. IMF's debt maturities are concentrated between 2021 and 2023 whereas the redemption profile of EFSF and EFSM loans extends until 2042. The first principal repayments under the EFSF loan become due in 2025. The EFSM maturities are more flexible taking into account the planned maturity extensions granted in 2013. They are currently scheduled from 2021 until 2042, yet, the first tranche maturing in 2021 is expected to be rolled-over beyond 2026 in the context of the agreed maturity prolongation. With this in mind, a prudent debt management strategy would first allocate resources on the earlier redemption peak in 2021 when the IMF loan becomes inevitably due and afterwards smoothen the 2025 peak, which also includes EFSF debt redemptions.

The EFSF can accept an early repayment due to its pool funding structure. If the EFSF prepayment would take place at the time of a scheduled bond redemption, the EFSF would avoid the loss of interest and adapt its funding plan to absorb the early repayment. In view of the EFSM maturity extensions granted to Ireland and Portugal in 2013, which are expected to continue to be implemented until 2026, an early repayment of EFSM loans during the same period is considered inappropriate. In addition, this would entail a resulting cost of carry.

An official debt repayment strategy involving early payments to the IMF and EFSF provides for a feasible way forward. Paying only the IMF loan early would provide financial benefits for Portugal. At the same time, demanding an immediate, even if only partial, prepayment of EFSF and EFSM loans would not be compatible with Portugal's debt management strategy. Against this backdrop, Portugal could prepay the IMF loan between 2018 and 2020 as intended and then proceed with early repayments of the EFSF loan afterwards. The EFSF could be repaid earlier than the EFSM, which also reflects the envisaged sequencing of redemptions if Portugal asks for a roll-over of the 2021 payment. The EFSF could be repaid by up to €2 billion in 2020-2023, immediately after the IMF

[6] This has not been the case for previous repayments as the total cost of IMF credit Portugal faced was around 4.6%, with a final average residual maturity close to 4 years. According to IMF policies, the interest rate on non-concessional IMF credit for Member countries is based on the floating SDR interest rate (0.55% on 31 May 2017) plus a basic margin of 100 basis points. A surcharge of 200 basis points is applied on the amount of the outstanding credit in excess of 187.5% of quota, and an additional surcharge of 100 basis points if credit outstanding remains above this threshold for a consecutive period of three years. Correspondingly, Portugal faced a high marginal interest rate on IMF credit of 4.55%which made initial IMF repayments beneficial.

repayment, which would not add substantial burden to Portugal's funding needs in this period. This strategy could produce savings of between roughly €60 million and €280 million, depending on funding sources, under a scenario of low and stable cost of funding.[7] Yet, it could also result in negative financial benefits if rates rise considerably. Still, market conditions for this repayment and the impact on Portugal's debt sustainability could be assessed and if (part or all) EFSF repayments in 2020-2023 are no longer considered likely to be overall beneficial for Portugal, considering expectations regarding market conditions and debt sustainability analysis at that time, Portugal would not need to repay early the EFSF obligations.

4.2 Repayment risks for EFSF and EFSM

Repayment risks for EFSM and EFSF loans remain limited in the short run unless adverse risks for the wider euro area emerge. If Portugal continues to implement prudent economic policies and market conditions remain supportive for Portuguese sovereign debt, these risks remain manageable also in the medium run. The economy's current favourable cyclical conditions, together with the fiscal over-performance and the recent upgrades to investment grade by Moody's, Fitch and Standard and Poor's are key determinants of Portugal's continuously improved market access that allows for large cash buffers. In the medium term, which is more relevant from the perspective of the repayment profile of EFSF and EFSM loans, favourable cyclical conditions are expected to subside and bring the economy back to its potential output, which is expected to be significantly below current real GDP growth rates. Also against this background, in the medium run, the economy remains vulnerable to external shocks and risks.

4.3 Impact on debt sustainability

From a debt sustainability perspective the early repayment of IMF by €4.6 billion and potentially of the EFSF by up to €2 billion from 2020 to 2023 is expected to have a beneficial impact. In principle, the more and the earlier Portugal would prefund these repayments, the higher the benefits from the debt sustainability perspective would be if financing conditions remain favourable. Based on the European Commission Spring 2018 macro and fiscal forecast and assuming that the repayment is performed on a pro rata basis through the issuance of PGB bonds of the same maturity (i.e. 3.7 years for the IMF repayment and 7.1 years for the EFSF repayment), the Portuguese DSA is expected to improve in the long run period (roughly by a bit less than 2 percentage points)[8]. There is also a positive indirect effect through positive signals to the market, which subsequently could reduce lower future funding costs. Still, the early repayment per se would not entail a sizeable impact on the key determinants of debt sustainability. However, same as before, under the unlikely scenario of sharp rate increases for Portugal it is likely that these benefits will be as well affected.

5. Conditions for waiving the repayment clause in the EFSF and EFSM loans

In view of the current market and funding situation as described above, EFSF and EFSM intend to propose to waive the mandatory repayment obligations to allow for the proposed early IMF repayments if, *inter alia,* the conditions below are to be fulfilled by Portugal at the date the early repayments are requested:

[7] The benefits from an EFSF prepayment could range between around €100 million and zero.

[8] Based on Portugal's DSA fiche of the Spring 2018 taking on board available information for the intra year issuances. Assuming that (i) the EFSF prepayment is (i.e. 1 billion euros in 2020 and 2021) and (ii) prefunding with a cost of PGB issuance approximately at 0.22% as described also in the IGCP note for the request of early repayment of the 7th of September for the IMF repayment (3.61 years) and at 3% (7.1 years) for the EFSF repayment.

- The cost of the IMF tranches to be prepaid is higher than the weighted average cost of the PGB with a corresponding maturity (like-for-like) in the previous 12 months;
- The weighted average residual maturity of debt excluding EU-IMF loans is equal or more than 6.5 years, any deviations being permitted only due to market conditions in writing;
- The IMF tranches to be prepaid are funded with earmarked debt issuances, each having a maturity of at least 5 years;
- The estimated liquidity buffer (excluding cash-collateral) at the end of the current month covers at least 40% of the borrowing requirements over the next 12 months including all planned IMF prepayments up to the waiver amount mentioned below during that period but excluding the rollover of TBills;
- Potential early repayment dates and amounts to the EFSF shall be agreed between the EFSF and Portugal; conditional on market conditions and debt sustainability analysis at that time, Portugal may request early repayment of EFSF obligations.

Given that the EFSM also has mandatory repayment provisions in its loans, Portugal may have to seek waivers of the mandatory prepayment obligations owing to the EFSM arising as a result of a possible prepayment of the EFSF between 2020 and 2023.

6. Further processes

The process entails approvals of the EFSF Board of Directors. The early IMF repayments and potential subsequent early EFSF repayments require adjustment waiver of obligations under the mandatory repayment provisions under the EFSF and EFSM loans, since they do not strictly observe the full extent of the proportionate prepayment requirements. Under the EFSF, this can be approved by the Guarantors and by the EFSF Board of Directors and followed up by a signed waiver letter between Portugal and EFSF. In order to avoid negative carry related costs, the timing of potential repayment to the EFSF will be determined by the EFSF, in consultation with Portugal, closer to the date.

The EFSM and the EFSF intend to propose to waive the mandatory repayment provisions to enable the IGCP to make full early IMF repayments up to an amount of SDR 3.863 billion during a period of 26 months after the formal request. The waiver will be subject to the above conditions for an early repayment but the EFSF and the Commission for the EFSM may also take into account other factors, which are deemed to have a material impact on Portugal's economic and financial position to make the IMF repayment.

For the IMF repayments and before making the actual repayments, the IGCP will send to the EFSF and the Commission for the EFSM a request for a specific amount to be repaid to the IMF within the total envelope of the waiver, demonstrating that the required conditions are met. The EFSF and the Commission for the EFSM will proceed to assess the request, including by verifying the fulfilment of the conditions. If the EFSF and the Commission are satisfied with the assessment, the EFSF authorised signatories and the Commission will sign partial waiver letters allowing for the early repayment of the requested amount. Only after these letters are issued Portugal may repay the IMF early without further obligations under the EFSF and EFSM loans.

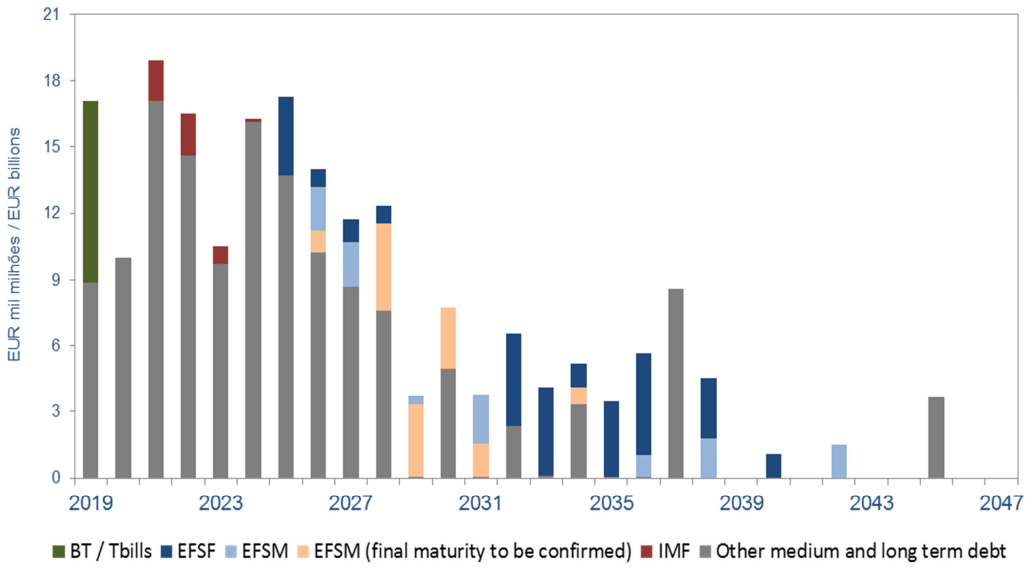
7. Conclusions

The proposed early repayment of the IMF is expected to improve Portugal's financial position and contribute to its resilience to external shocks. Following improved market access and investors' confidence Portugal has managed to build sizeable cash buffers that have allowed a series of early repayments of its most expensive part i.e. the IMF loans. As a consequence the cost of the IMF loans

are currently reduced which could make the EFSF loans also relatively attractive to early repay. The repayment of the IMF provides cash savings and an opportunity to further extend and smoothen the repayment profile. The IMF repayments are beneficial also from a creditor's perspective and, similar to earlier repayments, this early repayment should contribute to sovereign debt sustainability.

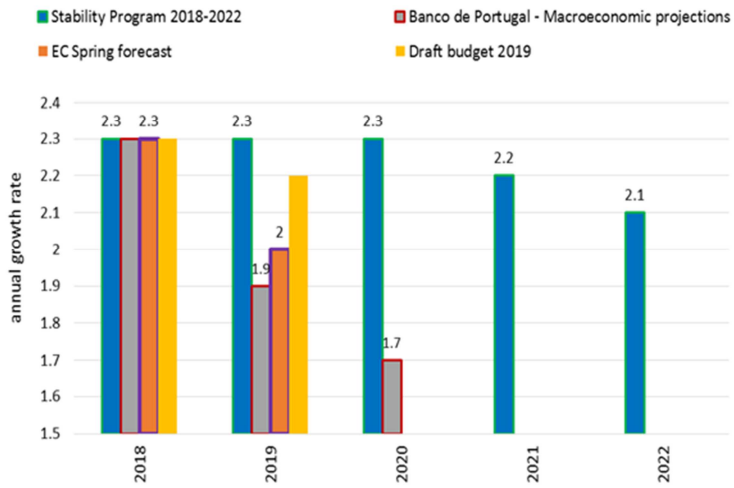
Annex

Figure 1. Bonds and EU-IMF programme loans repayment schedule (October 2018), including likely rollovers of EFSM loans due in 2021 and 2022



Source: European Commission

Figure 1. *Growth rate forecast*



Source: PT Stability program 2018-2022, the EC Spring 2018 forecast and BdP

24.10.2018

Interne Arbeitsübersetzung (BMF-Sprachendienst) Übers.-Nr.:1180-2018

Auswirkungen weiterer vorzeitiger Rückzahlungen ausstehender IWF-Kredite auf die öffentlichen Finanzen Portugals und die Rechte der europäischen Gläubiger

(Gemeinsamer Vermerk von Europäischer Kommission, EZB und ESM)

1. Einleitung

Die portugiesische Regierung beabsichtigt, ihre IWF-Kredite vor dem vorgesehenen Laufzeitende vollständig zurückzuzahlen. Die portugiesische Finanzagentur IGCP beabsichtigt, zwischen 2018 und 2020 ihren ausstehenden IWF-Kredit in Höhe von 3,863 Mrd. SZR (ca. 4,675 Mrd. EUR)[1], was 187,5 % der IWF-Quote Portugals entspricht, zurückzuzahlen. Nach Auffassung der IGCP hat die vorzeitige Rückzahlung des gesamten IWF-Kredits folgende Vorteile: 1) Kostenreduzierung durch Refinanzierung zu einem niedrigerem Zinssatz und 2) Management des Tilgungsprofils durch Entzerrung der Konzentration der Fälligkeiten im Zeitraum 2021-2022 (s. Abb. 1 in Anhang 1). Die zweite Überlegung ist angesichts der aktuellen Marktbedingungen besonders relevant, da ein ausgeglichenes Tilgungsprofil vom Markt und von den Ratingagenturen eindeutig bevorzugt wird und höchstwahrscheinlich zu geringeren Sekundärmarktschwankungen und -preisen führen wird.

Eine Festlegung auf eine vorzeitige Rückzahlung der Kredite der offiziellen Gläubiger würde den stabilen Marktzugang Portugals weiter stärken. In der Vergangenheit konnte Portugal durch vorzeitige Rückzahlungen an den IWF beträchtliche Kosten einsparen, da bei Überschreiten der IWF-Quote von 187,5 % Zuschläge erhoben wurden. Die Bedingungen für Portugals Marktzugang sind weiterhin günstig und die Schuldenmanagementstrategie zielt auf eine Reduzierung der Finanzierungskosten und Entzerrung der künftigen Fälligkeitstermine ab. In diesem Zusammenhang könnte im Rahmen einer Prüfung eines möglichen Verzichts auf die in den Kreditverträgen enthaltenen Rechte von EFSF und EFSM auf obligatorische Rückzahlung ebenfalls eine vorzeitige Rückzahlung der Kredite offizieller europäischer Gläubiger im Zeitraum 2020-2023, nachdem Portugal seine IWF-Kredite zurückgezahlt hat, in Erwägung gezogen werden.

In diesem Vermerk werden die möglichen Vorteile und Risiken weiterer vorzeitiger Rückzahlungen an den IWF im Zusammenhang mit einem Verzicht auf die in den Kreditverträgen enthaltenen Rechte von EFSF und EFSM beurteilt. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf den Einsparungen durch eine vorzeitige Rückzahlung der offiziellen IWF-Kredite sowie auf die Auswirkungen auf die Schuldentragfähigkeit Portugals und die Stellung von EFSF und EFSM aus Gläubigersicht. Die Analyse stützt sich auf aktuelle Arbeitshypothesen der portugiesischen Regierung zu Höhe und Zeitplan der vorzeitigen Rückzahlungen. Die Gesamtbewertung des Refinanzierungsgeschäfts wird letztendlich maßgeblich vom tatsächlichen Umfang, dem Zinssatz und anderen Gesamtumständen abhängen.

[1] Zum Wechselkurs von 0,826189 SZR = 1 EUR vom 22. Oktober 2018.

2. Bisherige vorzeitige Rückzahlungen ausstehender IWF-Kredite

Mit der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF im Januar 2018 hat Portugal das Volumen der zweiten Verzichtserklärungen von EFSF und EFSM in Höhe von 9,4 Mrd. EUR ausgeschöpft und seine Quote für die IWF-Kreditfazilität (187,5 %) erreicht. Der IWF-Kredit belief sich ursprünglich auf 22,942 Mrd. SZR. Im Rahmen des ersten vom Wirtschafts- und Finanzausschuss im Februar 2015 genehmigten pauschalen Verzichts hat Portugal zwischen März 2015 und Februar 2017[2] 11,471 Mrd. SZR bzw. 14,3 Mrd. EUR[3] an den IWF zurückgezahlt. Im Rahmen des zweiten vom Wirtschafts- und Finanzausschuss im Juni 2017 genehmigten pauschalen Verzichts hat Portugal 7,608 SZR. EUR bzw. 9,4 Mrd. EUR[4] an den IWF zurückgezahlt. Folglich entsprechen die ausstehenden IWF-Kredite nun der IWF-Quote von 187,5 % (3,863 Mrd. SZR bzw. 4,67 Mrd. EUR[5]).

3. Aktuelle Wirtschafts- und Finanzlage

Trotz eines robusten Wachstums haben sich die positiven Konjunkturbedingungen 2018 wieder verschlechtert. Nach einem Rückgang im ersten Quartal hat sich die Konjunktur im zweiten Quartal stabilisiert. In diesem Quartal ist der Beitrag der Binnennachfrage vorwiegend infolge einer deutlichen Zunahme des privaten Konsums im Jahresdurchschnitt gestiegen. Bei den Investitionen fiel das Wachstum aufgrund des Rückgangs der Bruttoanlageinvestitionen im Transport- und Baugewerbe etwas geringer aus. Dies wurde jedoch durch einen seit Januar verzeichneten Anstieg der Lagerbestände wieder ausgeglichen. Der negative Beitrag der Nettoexporte ist auf eine Abschwächung der Auslandsnachfrage sowie auf vorübergehende Unterbrechungen bei der Fahrzeugherstellung zurückzuführen. Die in der Konsensus-Prognose für 2018 ausgewiesenen Werte können weiterhin erreicht werden, doch aufgrund der geringeren Auslandsnachfrage und der Unsicherheiten, wie z. B. Schwankungen auf den europäischen Anleihemärkten oder ein verstärkter Handelsprotektionismus, gibt es in Bezug auf die Konjunkturaussichten weiterhin Abwärtsrisiken.

Laut der Zwischenprognose der Kommission vom Sommer 2018 dürfte das BIP-Wachstum nachlassen angesichts eines für 2018 erwarteten BIP-Wachstums von 2,2 %, das sich 2019 auf 2 % verlangsamt. Die portugiesische Zentralbank rechnet bis zum Jahr 2020 mit einer weiteren Verlangsamung des Wachstums auf 1,7 % (s. Abb. 2 in Anhang 1). Es wird damit gerechnet, dass sich der private Konsum bei gleichzeitiger Verlangsamung des Beschäftigungszuwachses leicht abschwächt. Das Investitionswachstum hat sich 2017 etwas beschleunigt. Bei den Exporten wird weiterhin ein hohes und stabiles Wachstum verzeichnet und 2017 und 2018 konnten weitere Marktanteile gewonnen werden. Dank des Beschäftigungszuwachses in arbeitsintensiven Branchen geht die Arbeitslosigkeit weiter zurück und lag im Juni 2018 bei 6,8 %, während sich die Inflation der Verbraucherpreise (HVPI) 2019 voraussichtlich bei rund 1,6 % einpendeln wird.

Der von der Regierung festgelegte Zielwert für das Haushaltsdefizit 2018 von 0,7 % erscheint erreichbar. Ausgehend von den Haushaltsentwicklungen der ersten Jahreshälfte kann das Defizitziel für 2018 erreicht werden. Die Regierung geht davon aus, dass sie den Zielwert für das Haushaltsdefizit weiter herabsetzen und die im Stabilitätsprogramm festgelegten Defizitziele (0,7 % für 2018 und 0,2 % für 2019) einhalten kann.

Nach einer Phase erhöhter Volatilität im Mai und Juni blieben die Finanzierungsbedingungen in den letzten Monaten weitgehend stabil. Die IGCP hat viele Maßnahmen deutlich vorgezogen und die Laufzeiten bei Emissionen im bisherigen Jahresverlauf verlängert. Die IGCP ist auf einem guten

[2] Die Rückzahlungen beliefen sich 2015 auf 6,579 Mrd. SZR, 2016 auf 3,560 Mrd. SZR und 2017 auf 1,332 Mrd. SZR.
[3] SDR/EUR-Referenzsatz von 0,801885 gemäß Beschluss des EFSF-Direktoriums vom 27. Juni 2015.
[4] SDR/EUR-Referenzsatz von 0,809289 gemäß Beschluss des EFSF-Direktoriums vom 28. Juni 2017.
[5] SDR/EUR-Durchschnittsreferenzsatz von 0,82653075 zwischen dem 9. und 12. Oktober 2018

Weg, dank der beschafften 15 Mrd. EUR ihr Emissionsziel für 2018 zu erreichen, und sie hat ihren Jahresplan bereits erfüllt. Wie aus dem Verhältnis von eingereichten zu angenommenen Geboten hervorgeht, war die Nachfrage der Investoren in den zwei seit der Sommerpause abgehaltenen Auktionen gut. Die Marktliquidität hat sich verbessert und die Schwankungen haben sich abgeschwächt, doch Risiken sind aufgrund der externen Unsicherheiten auf kurze Sicht nach wie vor gegeben.

4. Überlegungen zu den weiteren vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF

Finanzielle Vorteile bei den Schuldendienstkosten und eine auch künftig umsichtige Schuldenverwaltung sind maßgebliche Voraussetzungen für eine Zustimmung zu vorzeitigen Rückzahlungen. Insgesamt brachten frühere vorzeitige Rückzahlungen erhebliche finanzielle Vorteile für Portugal und sie boten die Möglichkeit, das Laufzeitenprofil weiter zu entzerren und zu strecken. Diese Einsparungen zusammen mit der starken wirtschaftlichen Entwicklung werden als positives Signal für die Märkte angesehen. Eine Einschätzung, ob die Vorteile einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF auch künftig bestehen, ist von grundlegender Bedeutung für die Entscheidung, ob EFSF und EFSM auf Gläubigerrechte verzichten.

4.1 Unmittelbare finanzielle Vorteile und Verbesserungen der Schuldenstruktur

Die Marktbedingungen sprechen für die Strategie weiterer vorzeitiger Rückzahlungen an den IWF durch Portugal. Die Rückzahlung der IWF-Darlehen durch die IGCP bis zum aktuell ausstehenden Betrag hat die Darlehenskosten deutlich sinken lassen.[6] Die ausstehenden IWF-Darlehen haben eine geschätzte Rendite von 0,86 %. Diesem Wert stehen Refinanzierungskosten für Portugal von 0,42 % bei gleicher durchschnittlicher Laufzeit von 3,61 Jahren gegenüber. Daher dürfte eine Refinanzierung vorzeitiger Rückzahlungen an den IWF finanzielle Vorteile mit sich bringen. Darüber hinaus plant Portugal durch die weiteren vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF das Tilgungsprofil zu strecken und die Finanzierungsrisiken zu senken, indem IWF-Darlehen durch Staatsanleihen mit längerer Laufzeit ersetzt werden. Diese Strategie mag auf kurze Sicht höhere Zinskosten implizieren, sie würde jedoch ohne Zweifel auf lange Sicht die Refinanzierungsrisiken senken.

Vorzeitige Rückzahlungen an den IWF sowie Rückzahlungen an den IWF und andere offizielle Gläubiger würden finanzielle Vorteile mit sich bringen. Ausgehend von der Annahme, dass Portugal das IWF-Darlehen innerhalb der nächsten zwei Jahre zu den aktuellen Marktbedingungen vorzeitig zurückzahlt, könnte der finanzielle Nutzen für Portugal 80 Mio. EUR betragen. Dieser Nutzen könnte im Vergleich zum finanziellen Nutzen in einem Szenario beurteilt werden, in dem EFSM und EFSF nicht zu einem Verzicht bereit sind. Dies würde eine proportionale Rückzahlung von Krediten offizieller Gläubiger zur Folge haben. Die Analyse des relativen finanziellen Nutzens für Portugal zeigt jedoch, dass jede vorzeitige Rückzahlung von Schulden offizieller Gläubiger Vorteile bringen kann.

IWF-Darlehen haben eine kürzere Laufzeit als EFSF- und EFSM-Darlehen. Die Schuldenmanagementstrategie Portugals zielt auf eine Entzerrung des Laufzeitenprofils. Sie priorisiert früher fällig werdende Darlehen offizieller Gläubiger und refinanziert diese durch Staatsanleihen mit längerer Laufzeit, die zu den derzeit niedrigen Marktsätzen finanziert werden. Die

[6] Dies war bei früheren Rückzahlungen nicht gegeben, da die Kosten des IWF-Kredits für Portugal insgesamt rund 4,6 % betrugen und die durchschnittliche Endfälligkeit bei annähernd 4 Jahren lag. Im Einklang mit IWF-Vorgaben stützt sich der Zinssatz für nichtkonzessionäre IWF-Kredite an Mitgliedsländer auf den variablen SZR-Satz (0,55 % am 31. Mai 2017) zuzüglich einer Basismarge von 100 Basispunkten. Auf den Betrag des ausstehenden Kredits, der 187,5% der Quote übersteigt, wird ein Aufschlag von 200 Basispunkten erhoben, der sich um einen Aufschlag von weiteren 100 Basispunkten erhöht, wenn der ausstehende Kreditbetrag drei Jahre in Folge über dieser Schwelle liegt. Entsprechend galt für Portugal ein hoher marginaler Zinssatz von 4,55 % für das IWF-Darlehen, weswegen erste Rückzahlungen an den IWF von Vorteil waren.

Fälligkeiten der IWF-Schulden liegen konzentriert in den Jahren 2021 bis 2023, wohingegen sich das Rückzahlungsprofil bei den EFSF- und EFSM-Darlehen bis 2042 erstreckt. Die ersten Tilgungsrückflüsse im Rahmen des EFSF-Darlehens werden 2025 fällig. Die EFSM-Laufzeiten sind unter Berücksichtigung der im Jahr 2013 gewährten Laufzeitverlängerungen flexibler. Die Fälligkeitstermine liegen derzeit im Zeitraum 2021 bis 2042, allerdings wird davon ausgegangen, dass die erste Tranche, die 2021 fällig wird, im Kontext der zugesagten Laufzeitverlängerung über das Jahr 2026 hinaus verlängert wird. Dementsprechend würden Ressourcen im Rahmen einer vorausschauenden Schuldenmanagementstrategie zunächst für die frühzeitigere Tilgungsspitze des Jahres 2021 – dem Zeitpunkt, an dem das IWF-Darlehen unweigerlich fällig wird – und anschließend zur Entzerrung der Spitze des Jahres 2025, die auch Schuldenrückzahlungen an die EFSF umfasst, bereitgestellt.

Die EFSF kann einer vorzeitigen Rückzahlung dank ihrer auf einer Pool-Finanzierung beruhenden Struktur zustimmen. Würde die vorzeitige Rückzahlung an die EFSF zum Zeitpunkt einer planmäßigen Anleihetilgung erfolgen, würde die EFSF den Zinsausfall vermeiden und ihren Finanzierungsplan anpassen, um die vorzeitige Rückzahlung aufzufangen. In Anbetracht der Irland und Portugal im Jahr 2013 gewährten EFSM-Laufzeitverlängerungen, bei denen von einer weiteren Umsetzung bis 2026 ausgegangen wird, wird eine vorzeitige Rückzahlung von EFSM-Darlehen im gleichen Zeitraum für unangemessen erachtet. Außerdem würde dies Haltekosten verursachen.

Eine offizielle Strategie der Schuldentilgung mit vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF und die EFSF bietet einen gangbaren Weg. Nur das IWF-Darlehen vorzeitig zurückzuzahlen, würde Portugal einen finanziellen Nutzen bringen. Gleichzeitig wäre die Forderung nach einer sofortigen, selbst teilweisen, vorzeitigen Rückzahlung von EFSF- und EFSM-Darlehen mit der Schuldenverwaltungsstrategie Portugals nicht vereinbar. Vor diesem Hintergrund könnte Portugal das IWF-Darlehen wie beabsichtigt zwischen 2018 und 2020 vorzeitig zurückzahlen und dann anschließend vorzeitige Rückzahlungen des EFSF-Darlehens in Angriff nehmen. Die EFSF-Darlehen könnten früher zurückgezahlt werden als die EFSM-Darlehen, wodurch auch die geplante Rückzahlungsabfolge berücksichtigt würde, sollte Portugal um eine Terminverlängerung der für 2021 vorgesehenen Zahlung ersuchen. Bis zu 2 Mrd. EUR könnten im Zeitraum 2020-2023 – unmittelbar nach der Rückzahlung an den IWF – an die EFSF zurückgezahlt werden, ohne dass dies zusätzliche erhebliche Belastungen für den Refinanzierungsbedarf Portugals in diesem Zeitraum bedeuten würde. In einem Szenario mit niedrigen und stabilen Finanzierungskosten könnten mit dieser Strategie, je nach den Finanzierungsquellen, Einsparungen von ungefähr 60 Mio. EUR bis 280 Mio. EUR erzielt werden.[7] Bei einem deutlichen Anstieg der Zinssätze könnte dies jedoch auch zu finanziellen Nachteilen führen. Nichtsdestotrotz könnte eine Beurteilung der Marktbedingungen für diese Rückzahlung und der Auswirkung auf Portugals Schuldentragfähigkeit vorgenommen werden und, wenn (ein Teil oder die Gesamtheit der) Rückzahlungen an die EFSF im Zeitraum 2020–2023 in Anbetracht der dann in die Marktlage und die Schuldentragfähigkeitsanalyse gesetzten Erwartungen nicht länger als insgesamt wahrscheinlich vorteilhaft für Portugal betrachtet werden, müsste Portugal die EFSF-Verbindlichkeiten nicht vorzeitig zurückzahlen.

4.2 Rückzahlungsrisiken für EFSF und EFSM

Die Rückzahlungsrisiken für EFSM- und EFSF-Darlehen bleiben auf kurze Sicht begrenzt, sofern nicht nachteilige Entwicklungen für das Euro-Währungsgebiet insgesamt eintreten. Wenn Portugal weiterhin eine umsichtige Wirtschaftspolitik verfolgt und die Marktbedingungen weiterhin unterstützend bleiben für die portugiesische Staatsverschuldung , bleiben diese Risiken auch auf mittelfristige Sicht überschaubar. Der derzeit günstige konjunkturelle Zustand der Wirtschaft, die Übererfüllung der Haushaltsziele und die jüngst erfolgten Aufwertungen auf „Investment Grade“

[7] Die Einsparungen aus einer vorzeitigen Rückzahlung an die EFSF könnte zwischen 0 EUR und 100 Mio. EUR liegen.

durch Moody's, Fitch und Standard & Poor's bilden zusammen die Schlüsselfaktoren für Portugals kontinuierlich verbesserten Marktzugang, der hohe Liquiditätspuffer ermöglicht. Mittelfristig – und dies ist hinsichtlich des Rückzahlungsplans für die EFSF- und EFSM-Darlehen von größerer Bedeutung – wird davon ausgegangen, dass die förderliche Konjunkturlage nachlässt und dadurch die Wirtschaft auf ihr eigentliches Wachstumspotenzial zurückfällt, das voraussichtlich deutlich unter den derzeitigen Wachstumsraten des realen BIP liegen dürfte. Auch vor diesem Hintergrund bleibt die Wirtschaft auf mittlere Sicht anfällig für externe Schocks und Risiken.

4.3 Einfluss auf die Schuldentragfähigkeit

Aus dem Blickwinkel der Schuldentragfähigkeit wird davon ausgegangen, dass sich eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF von 4,6 Mrd. EUR sowie möglicherweise an die EFSF von 2 Mrd. EUR im Zeitraum 2020 bis 2023 positiv auswirken wird. Vom Standpunkt der Schuldentragfähigkeit aus betrachtet würden die Vorteile im Prinzip umso größer, je umfassender und früher Portugal diese Rückzahlungen vorfinanziert, sofern die Finanzierungsbedingungen günstig bleiben. Auf der Grundlage der makroökonomischen und fiskalischen Frühjahrsprognose 2018 der Europäischen Kommission und unter der Annahme, dass die Rückzahlung anteilig durch Ausgabe portugiesischer Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit erfolgt (d. h. 3,7 Jahre im Falle der IWF-Rückzahlung und 7,1 Jahre im Falle der EFSF-Rückzahlung), wird davon ausgegangen, dass die portugiesische Schuldentragfähigkeitsanalyse sich langfristig verbessert (in etwa um knapp unter 2 Prozentpunkten).[8] Es entsteht zudem ein positiver indirekter Einfluss durch positive Signale an den Markt, wodurch in der Folge die künftigen Finanzierungskosten sinken könnten. Dennoch hätte die vorzeitige Rückzahlung für sich genommen keine nennenswerten Auswirkungen auf die Schlüsselfaktoren der Schuldentragfähigkeit. Auch hier gilt jedoch, dass im unwahrscheinlichen Szenario eines kräftigen Anstiegs der Zinsen für Portugal auch diese Vorteile beeinträchtigt werden dürften.

5. Bedingungen für den Verzicht auf die Rückzahlungsklausel in den Darlehen von EFSF und EFSM

Angesichts der oben beschriebenen derzeitigen Markt- und Finanzierungssituation beabsichtigen EFSF und EFSM vorzuschlagen, auf die Verpflichtungen zur obligatorischen Rückzahlung zu verzichten, um die vorgeschlagenen vorzeitigen IWF-Rückzahlungen zu ermöglichen, sofern unter anderem die nachstehenden Bedingungen durch Portugal zu dem Zeitpunkt erfüllt sind, an dem die vorzeitigen Rückzahlungen beantragt werden:

- Die IWF-Tranchen, die vorzeitig zurückgezahlt werden sollen, sind mit höheren Kosten verbunden als die gewichteten durchschnittlichen Kosten der portugiesischen Staatsanleihen mit einer entsprechenden Laufzeit (like-for-like) in den vorangegangenen 12 Monaten.
- Die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der Verpflichtungen – ohne EU/IWF-Kredite – liegt bei 6,5 Jahren oder darüber, wobei Abweichungen nur aufgrund von Marktbedingungen und schriftlich genehmigt werden;

[8] Auf der Grundlage von Portugals Schuldentragfähigkeitsanalyse im Frühjahr 2018 unter Berücksichtigung der zu Emissionen im laufenden Jahr verfügbaren Informationen. Ausgehend von i) einer vorzeitigen Rückzahlung an die EFSF (d. h. 1 Mrd. EUR 2020 und 2021) und ii) einer Vorfinanzierung zu Kosten bei der Ausgabe portugiesischer Staatsanleihen von ungefähr 0,22 % – wie auch in der Mitteilung der IGCP zu dem Antrag auf vorzeitige Rückzahlung vom 7. September für die IWF-Rückzahlung (3,61 Jahre) dargelegt – und von 3 % (7,1 Jahre) für die EFSF-Rückzahlung .

- Die IWF-Tranchen, die vorzeitig zurückgezahlt werden sollen, werden über zweckgebundene Schuldtitelemissionen mit einer Laufzeit von jeweils mindestens 5 Jahren refinanziert;
- Der voraussichtliche Liquiditätspuffer (ohne Barsicherheiten) zum Ende des laufenden Monats deckt mindestens 40 % des Fremdkapitalbedarfs der nächsten 12 Monate ab, einschließlich aller geplanten vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF bis zum nachstehend genannten Betrag des Verzichts in diesem Zeitraum, jedoch ausschließlich der Prolongation von T-Bills.
- Mögliche Termine und Beträge betreffend vorzeitige Rückzahlungen an die EFSF werden zwischen der EFSF und Portugal vereinbart; in Abhängigkeit der dann vorliegenden Marktlage und Schuldentragfähigkeitsanalyse kann Portugal eine vorzeitige Rückzahlung von EFSF-Verbindlichkeiten beantragen.

Da auch die Kredite des EFSM Klauseln über eine obligatorische Rückzahlung beinhalten, muss Portugal sich gegebenenfalls um Verzichtserklärungen betreffend die Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung bemühen, die aus einer möglichen vorzeitigen Rückzahlung an die EFSF zwischen 2020 und 2023 gegenüber dem EFSM entstehen.

6. Weitere Verfahren

Das Verfahren sieht Zustimmungen des Direktoriums der EFSF vor. Durch die vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF und die möglichen anschließenden vorzeitigen Rückzahlungen an die EFSF wird ein entsprechender Verzicht auf Verpflichtungen aufgrund der Klauseln über die vorgeschriebene Rückzahlung im Rahmen von von EFSF- und EFSM-Darlehen erforderlich, da sie dazu führen, dass die Bestimmungen über die proportionale vorzeitige Rückzahlung nicht vollumfänglich eingehalten werden. Bei der EFSF kann dieser Verzicht durch die Sicherungsgeber und das EFSF-Direktorium genehmigt werden, gefolgt von einer von Portugal und der EFSF unterzeichneten Verzichterklärung. Zur Vermeidung negativer Haltekosten bestimmt die EFSF die Terminierung potenzieller Rückzahlungen an die EFSF in Abstimmung mit Portugal in größerer zeitlicher Nähe zum jeweiligen Termin.

EFSM und EFSF beabsichtigen vorzuschlagen, auf die Klauseln über die obligatorische Rückzahlung zu verzichten, um der IGCP zu ermöglichen, innerhalb eines Zeitraums von 26 Monaten ab der förmlichen Antragstellung vollständige vorzeitige Rückzahlungen bis zur Höhe eines Betrages von 3,863 Mrd. SZR an den IWF zu leisten. Die Verzichterklärung unterliegt den obigen Bedingungen für eine vorzeitige Rückzahlung, wobei die EFSF und die Kommission für den EFSM auch weitere Faktoren berücksichtigen können, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie sich wesentlich auf die wirtschaftliche und finanzielle Fähigkeit Portugals zur Leistung der IWF-Rückzahlung auswirken können.

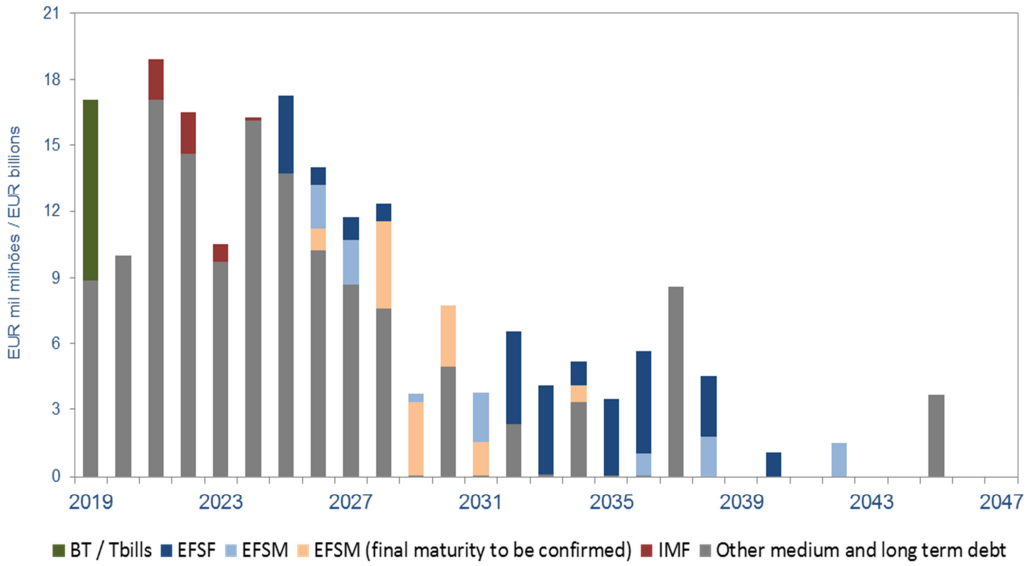
Im Hinblick auf die IWF-Rückzahlungen sowie vor einer tatsächlichen Leistung der Rückzahlungen übermittelt die IGCP der EFSF und der Kommission für den EFSM einen Antrag auf Rückzahlung eines konkreten Betrags an den IWF, der innerhalb des Gesamtvolumens der Verzichterklärung liegt, und weist dabei nach, dass die vorgeschriebenen Bedingungen erfüllt sind. EFSF und die Kommission für den EFSM prüfen sodann den Antrag, einschließlich daraufhin, ob die Bedingungen erfüllt sind. Gelangen die EFSF und die Kommission bei ihrer Prüfung zu einem zufriedenstellenden Ergebnis, unterzeichnen die Unterschriftsberechtigten der EFSF und die Kommission Teilverzichterklärungen, mit denen die vorzeitige Rückzahlung des beantragten Betrags bewilligt wird. Erst nach Abgabe dieser Erklärungen kann Portugal eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF leisten, ohne dass weitere Verpflichtungen im Rahmen der EFSF- und EFSM-Darlehen entstehen.

7. Schlussfolgerungen

Die vorgeschlagene vorzeitige Rückzahlung an den IWF dürfte die finanzielle Lage Portugals verbessern und zu seiner Widerstandskraft gegen externe Schocks beitragen. Als Folge des verbesserten Marktzugangs und des gesteigerten Anlegervertrauens konnte Portugal beträchtliche Liquiditätspuffer aufbauen, die eine Reihe vorzeitiger Rückzahlungen bezüglich des teuersten Teils seiner Finanzhilfen, d. h. der IWF-Darlehen, ermöglicht haben. Im Ergebnis sind die Kosten der IWF-Darlehen derzeit verringert, wodurch eine vorzeitige Rückzahlung der EFSF-Darlehen ebenfalls relativ attraktiv sein könnte. Die Rückzahlung an den IWF sorgt für finanzielle Einsparungen und ist eine Gelegenheit für eine weitere Streckung und Entzerrung des Rückzahlungsplans. Rückzahlungen an den IWF sind auch aus Sicht der Gläubiger vorteilhaft und wie bei früheren Rückzahlungen sollte auch diese vorzeitige Rückzahlung zur portugiesischen Schuldentragfähigkeit beitragen.

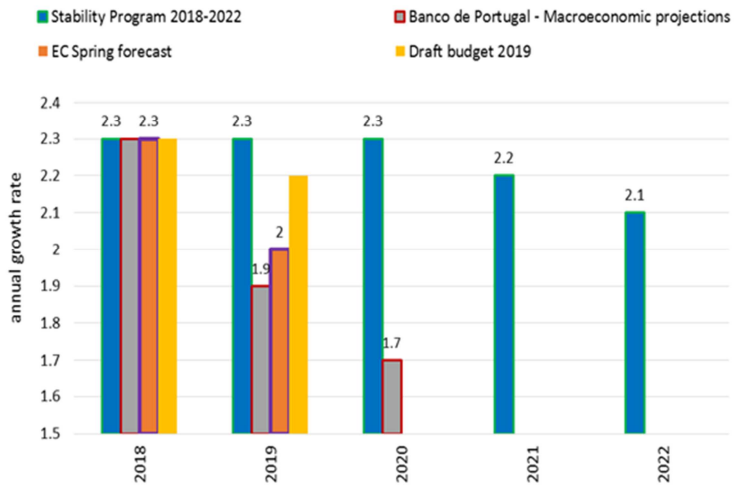
Anlage

Abbildung 1. Rückzahlungsplan für Anleihen und EU/IWF-Programmdarlehen (Oktober 2018), einschließlich wahrscheinlicher Prolongationen von EFSM-Darlehen mit Fälligkeit 2021 und 2022



Quelle: Europäische Kommission

Abbildung 1. *Prognose für die Wachstumsrate*



Quelle: Portugiesisches Stabilitätsprogramm 2018-2022, KOM-Frühjahrsprognose 2018 und Portugiesische Zentralbank

European Financial Stability Facility

By email followed by registered letter

To: **Hans Vijlbrief**
President of the Eurogroup Working Group
Secretariat of the Eurogroup and the Eurogroup Working Group (EWG)
CHAR 14/055 (Rue de la Loi/Wetstraat 170)
B-1049 Brussels - Belgium

With copies to:

The European Central Bank
Sonnemannstrasse 20
60314 Frankfurt am Main
Attention: Head of Financial Operations Services Division
(by hand and by fax to: +49 69 1344 6171, with a copy by registered mail)

The European Commission
Directorate General Economic and Financial Affairs Unit
L-4 "Borrowing, lending, accounting and back office"
L-2920 Luxembourg
Attention: Head of Unit
(by hand and by fax to: (+352) 4301 36599, with a copy by registered mail)

Date: 24 October 2018

Dear Mr Vijlbrief,

We are writing to you in connection with the mandatory prepayment obligations that would arise under the agreements entered into between the European Financial Stability Facility (the "**EFSF**") and the Portuguese Republic[1] in case of a voluntary early repayment of the remainder of the IMF arrangement by the Portuguese Republic.

Introduction

The EFSF has received a request from the Portuguese Republic on 24 October 2018 – attached hereto as Annex I – to waive the mandatory prepayment obligations arising under the EFSF loans due to an envisaged voluntary prepayment of the IMF in respect of an amount of up to approximately SDR 3.863 billion over a 26 month period. The previous waivers granted by the European creditors (including the EFSF) for a total approximate amount of SDR 19.079 billion have been fully exhausted.

The approximate current outstanding amount under the IMF arrangement is SDR 3.863 billion. With this proposed prepayment, the total liability under the IMF arrangement would be reduced to 0. Under the mandatory prepayment provisions, this would create an obligation for the Portuguese Republic to make simultaneous prepayments to the EFSF of the entirety of the Portuguese Republic's outstanding loan to the EFSF.

The EFSF is required by Article 9(2) of the EFSF Framework Agreement to inform the Guarantors of this request and to propose how to react to it.

The EFSF therefore requests you, as President of the Eurogroup Working Group (the "**EWG**"), to coordinate the position of the Guarantors within the EWG framework by considering the following recommendation.

Portugal is one of the countries where the good economic times have been prudently used to address structural weaknesses of the economy, including the costly part of public debt. The terms of Portugal's market access remain favourable, while its debt management strategy focuses on reducing the funding costs and smoothening debt redemptions going forward. In this context, we welcome the commitment by Portugal to fully repay their IMF debt and also commit to repay part of its EFSF loan early.

The EFSF analysis concludes that the early repayment of the IMF could generate a financial benefit for the Portuguese Republic by replacing its IMF debt with capital markets borrowings at lower costs, but that a financial benefit could also be realised if part of the EFSF loan were repaid early. The EFSF considers that repaying the entirety of the EFSF loan at this time, as would be required under the proportionate prepayment provisions, is not feasible or desirable.

[1] Clause 6(2) of the Loan Facility Agreement dated 27 May 2011, as further amended on 25 June 2013; Clause 6(2) of the Financial Assistance Facility Agreement dated 9 December 2011, as further amended on 25 June 2013 and Clause 7(2) of the Master Financial Assistance Facility Agreement dated 25 May 2012, as further amended on 25 June 2013 provide that in case of an early repayment of the IMF, a proportional amount of financial assistance granted by the EFSF shall become immediately due and repayable established by reference to the proportion which the principal sum repaid in advance in respect of the IMF arrangement represents to the aggregate principal amount outstanding in respect of the IMF arrangement.

Recommendation

In this context, the EFSF recommends that the Guarantors approve that the EFSF waives the mandatory prepayment obligation in the EFSF loans arising out of early repayments to the IMF subject to the following commitment by the Portuguese Republic:

(a) the Portuguese Republic shall prepay to the EFSF an aggregate principal amount of up to EUR 2 billion, in one or more instalments, between 1 January 2020 and 31 December 2023, following the full repurchase of IMF loans; and

(b) instalments shall be paid on the dates and in the amounts specified by the EFSF (in cooperation with the Portuguese Republic), on the basis of assessments by the EFSF that the early repayment of the EFSF is overall beneficial for the Portuguese Republic, taking into account market conditions and impact on debt sustainability at the relevant time. The EFSF will present to the Guarantors and EFSF Board of Directors, for approval, the repayment amounts and dates, calibrated in accordance with the above assessments. Thus, the final aggregate amount repaid to the EFSF by the Portuguese Republic by 31 December 2023 could range between EUR 0 and EUR 2 billion.

Implementation of the waiver

With respect to the waiver of the payment obligations arising from the IMF prepayment, the EFSF recommends that the Guarantors approve that the CEO of the EFSF: (i) makes an assessment when receiving each dedicated request for prepaying specific tranches of the IMF arrangement from the Portuguese Republic as to whether, *inter alia,* the below conditions have been satisfied and (ii) following such assessment, approves or rejects the waiver of the mandatory prepayment obligations with respect to that respective tranche.

Each request of the Portuguese Republic would be supported by an analysis demonstrating that the below conditions have been met on the date of the request. In response to each request, the CEO of the EFSF would assess, on the basis of the analysis and confirmations provided by the Portuguese Republic, whether the following conditions, *inter alia,* were fulfilled on the date of each such prepayment request:

1. the weighted average rate of interest of the IMF tranche(s) to be prepaid according to the request is higher than the weighted average rate of interest of outstanding bonds of the Portuguese Republic with a maturity corresponding to the IMF tranche(s) to be prepaid, during the period of the 12 months previous to the prepayment request;

2. the weighted average maturity of outstanding debt of the Portuguese Republic (excluding EFSM, IMF and EFSF loans) is equal to or more than 6.5 years, provided that deviations may be permitted due to market conditions, upon written justification by the Portuguese Republic;

3. the IMF tranche(s) to be prepaid according to the request are financed by earmarked debt issuances, each having a maturity of at least 5 years;

4. the estimated amount of the liquidity buffer (being the cash deposits of the Portuguese Republic excluding cash collateral) at the end of the month in which the request is made, covers at least 40% of the gross financing requirements of the Portuguese Republic for the 12 months

following the request (including all planned IMF prepayments but excluding the rollover of T-Bills); and

5. the EFSF, in its reasonable opinion, considers that repayments to EFSF in 2020-2023 are likely to be overall beneficial to the Portuguese Republic, considering current expectations regarding market conditions and debt sustainability analysis at that time.

If the CEO considers that the above conditions have been met on the date of the request, the CEO, in the CEO's discretion, may approve the waiver of the mandatory prepayment obligations under the EFSF loans in connection with the dedicated requests for prepaying specific tranches of the IMF arrangement.

The EFSF authorised signatories would subsequently issue a dedicated waiver letter to the Portuguese Republic. The CEO could reject the waiver request should the CEO's evaluation be negative.

Implementation of the commitment towards the EFSF by Portugal

In the period from 2020 to 2023, the EFSF would consult with the Portuguese Republic within the framework of the Early Warning System regarding the early repayments and would notify the final repayment dates and amounts, as mentioned in paragraphs (a) and (b) above.

Given that the EFSM also has mandatory repayment provisions in its loans, the Portuguese Republic may seek waivers of the mandatory prepayment obligations owing to the EFSM arising as a result of the prepayments to the EFSF in 2020-2023.

Conclusion

The EFSF awaits the result of the Eurogroup Working Group discussions and further instructions as to the Guarantors' coordinated position on the matter. We remain available for any questions or clarifications required by the concerned parties on the matter.

Yours sincerely,

David Eatough
Member of Management Board
General Counsel

European Financial Stability Facility

EFSF

ANNEX I – WAIVER REQUEST

Anlage 3a

Interne Arbeitsübersetzung (Spr.-D. BMF) Übers.-Nr.: 1180-2018

Einschreiben, vorab per E-Mail

An: **Hans Vijlbrief**
Vorsitzender der Eurogruppen-Arbeitsgruppe
Sekretariat der Eurogruppe und der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (EAG)
CHAR 14/055 (Rue de la Loi/Wetstraat 170)
B-1049 Brüssel – Belgien

Kopien an:

Die Europäische Zentralbank
Sonnemannstraße 20
60314 Frankfurt am Main
z. H.: Leiter Financial Operations Services Division
(per Boten und per Fax an +49 69 1344 6171, Kopie per Einschreiben)

Die Europäische Kommission
Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen
Referat L-4 „Anleihen, Kreditgewährung, Rechnungswesen und Back Office“
L-2920 Luxemburg
z. H.: Referatsleiter
(per Boten und per Fax an (+352) 4301 36599, Kopie per Einschreiben)

Datum: 24. Oktober 2018

Anrede

Wir wenden uns heute an Sie im Zusammenhang mit den Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung, die nach den Verträgen zwischen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (**„EFSF“**) und der Portugiesischen Republik[1] im Fall einer freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung des Restbetrags der IWF-Vereinbarung durch die Portugiesische Republik entstehen würden.

Vorbemerkungen

Die EFSF hat am 24. Oktober 2018 den diesem Schreiben als Anhang I beigefügten Antrag der Portugiesischen Republik erhalten, auf die Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung, die aufgrund einer angestrebten freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung in Höhe von bis zu ca. 3,863 Mrd. SZR über einen Zeitraum von 26 Monaten an den IWF im Rahmen der EFSF-Darlehen entstehen, zu verzichten. Die bisherigen Verzichterklärungen der europäischen Kreditgeber (darunter die EFSF) über einen Gesamtbetrag von ca. 19,079 Mrd. SZR wurden vollständig in Anspruch genommen.

Der im Rahmen der IWF-Vereinbarung derzeit ausstehende Betrag beläuft sich auf ca. 3,863 Mrd. SZR. Durch diese vorgeschlagene vorzeitige Rückzahlung würde die Gesamtverbindlichkeit im Rahmen der IWF-Vereinbarung auf 0 sinken. Nach den Bestimmungen über obligatorische vorzeitige Rückzahlungen wäre die Portugiesische Republik verpflichtet, gleichzeitig das gesamte ausstehende EFSF-Darlehen der Portugiesischen Republik zurückzuzahlen.

Nach Art. 9 Abs. 2 des EFSF-Rahmenvertrags muss die EFSF die Sicherungsgeber über diesen Antrag informieren und einen Vorschlag für das weitere Vorgehen unterbreiten.

Die EFSF bittet daher Sie als Vorsitzenden der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (**„EAG“**), die Haltung der Sicherungsgeber innerhalb des EAG-Rahmens unter Berücksichtigung der nachstehenden Empfehlung zu koordinieren.

Portugal gehört zu den Ländern, in denen die wirtschaftlich guten Zeiten umsichtig genutzt wurden, um strukturelle Schwächen der Wirtschaft, u. a. die kostspielige Staatsverschuldung, zu bekämpfen. Die Bedingungen für Portugals Marktzugang sind weiterhin günstig und die Schuldenmanagementstrategie zielt auf eine Senkung der Finanzierungskosten und Glättung der Schuldentilgung in der Zukunft ab. In diesem Zusammenhang begrüßen wir die Zusage Portugals, seine IWF-Schulden vollständig zurückzuzahlen und sich außerdem zur vorzeitigen Rückzahlung eines Teils seines EFSF-Darlehens zu verpflichten.

Die EFSF-Analyse kommt zu dem Ergebnis, die vorzeitige Rückzahlung an den IWF für die Portugiesische Republik einen finanziellen Vorteil bedeuten könnte, wenn sie ihre Schulden beim IWF durch Kreditaufnahmen an den Kapitalmärkten zu geringeren Kosten ersetzt, dass jedoch ebenfalls ein finanzieller Vorteil erzielt werden könnte, wenn ein Teil des EFSF-Darlehens vorzeitig zurückgezahlt würde. Die EFSF ist der Ansicht, dass eine Rückzahlung des gesamten

[1] Abschn. 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Darlehensfazilität vom 27. Mai 2011 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013, Abschn. 6 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität vom 9. Dezember 2011 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013 und Abschn. 7 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Hauptfinanzhilfefazilität vom 25. Mai 2012 in ihrer geänderten Fassung vom 25. Juni 2013 sehen vor, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF ein proportionaler Satz der von der EFSF gewährten Finanzhilfe unverzüglich fällig und zahlbar wird, der festgesetzt wird bezogen auf den Anteil, den der vorzeitig bezüglich der IWF-Vereinbarung zurückgezahlte Kapitalbetrag am bezüglich der IWF-Vereinbarung offenen Gesamtkapitalbetrag ausmacht.

EFSF-Darlehens zum jetzigen Zeitpunkt – wie nach den Bestimmungen über anteilige vorzeitige Rückzahlungen erforderlich – weder durchführbar noch wünschenswert ist.

Empfehlung

In diesem Zusammenhang empfiehlt die EFSF, dass die Sicherungsgeber einem Verzicht der EFSF auf die durch vorzeitige Rückzahlungen an den IWF entstehende Verpflichtung zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung gemäß den EFSF-Darlehen vorbehaltlich folgender Zusage der Portugiesischen Republik zustimmen:

(a) Die Portugiesische Republik zahlt nach dem vollständigem Rückkauf von IWF-Darlehen einen Gesamtkapitalbetrag von bis zu 2 Mrd. EUR zwischen dem 1. Januar 2020 und dem 31. Dezember 2023 in einer oder mehreren Teilzahlungen an die EFSF zurück sowie

(b) Teilzahlungen werden zu den Terminen und in der Höhe geleistet, die von der EFSF (in Zusammenarbeit mit der Portugiesischen Republik) auf Grundlage von Beurteilungen der EFSF, dass die vorzeitige Rückzahlung an die EFSF unter Berücksichtigung von Marktbedingungen und Auswirkungen auf die Schuldentragfähigkeit zum jeweiligen Zeitpunkt für die Portugiesische Republik insgesamt vorteilhaft ist, festlegt werden. Die EFSF wird den Sicherungsgebern und dem EFSF-Direktorium die entsprechend der o. g. Beurteilungen festgelegten Rückzahlungsbeträge und -termine zur Genehmigung vorlegen. Somit könnte der von der Portugiesischen Republik bis 31. Dezember 2023 an die EFSF zurückgezahlte endgültige Gesamtbetrag zwischen 0 EUR und 2 Mrd. EUR liegen.

Umsetzung des Verzichts

Im Hinblick auf den Verzicht auf die durch die vorzeitige Rückzahlung an den IWF entstehenden Zahlungsverpflichtungen empfiehlt die EFSF die Zustimmung der Sicherungsgeber dazu, dass der Geschäftsführende Direktor der EFSF (i) bei Erhalt jedes konkreten Antrags der Portugiesischen Republik auf vorzeitige Rückzahlung bestimmter Tranchen der IWF-Vereinbarung feststellt, ob *u. a.* die nachstehenden Bedingungen erfüllt wurden, und (ii) nach dieser Feststellung den Verzicht auf die Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung der jeweiligen Tranche genehmigt oder ablehnt.

Jeder Antrag der Portugiesischen Republik wird durch eine Analyse gestützt, mit der die Einhaltung der nachstehenden Bedingungen zum Antragszeitpunkt nachgewiesen wird. Auf jeden Antrag hin stellt der Geschäftsführende Direktor der EFSF anhand der Analyse und Bestätigungen der Portugiesischen Republik fest, ob *u. a.* die folgenden Bedingungen zum Zeitpunkt dieses Antrags auf vorzeitige Rückzahlung erfüllt waren:

1. Während eines Zeitraums von 12 Monaten vor dem Antrag auf vorzeitige Rückzahlung war der gewichtete durchschnittliche Zinssatz der gemäß dem Antrag zurückzuzahlenden IWF-Tranche(n) höher als der gewichtete durchschnittliche Zinssatz ausstehender Anleihen der Portugiesischen Republik mit einer den zurückzuzahlende(n) IWF-Tranche(n) entsprechenden Laufzeit,

2. die gewichtete durchschnittliche Laufzeit ausstehender Schuldtitel der Portugiesischen Republik (außer EFSM-, IWF- und EFSF-Darlehen) beträgt mindestens 6,5 Jahre, wobei Abweichungen aufgrund von Marktbedingungen nach schriftlicher Begründung durch die Portugiesische Republik genehmigt werden können,

3. die gemäß dem Antrag zurückzuzahlende(n) IWF-Tranche(n) werden durch zweckgebundene Schuldtitelemissionen mit einer Laufzeit von jeweils mindestens 5 Jahren finanziert,

4. der geschätzte Betrag des Liquiditätspuffers (d. h. die Bareinlagen der Portugiesischen Republik ohne Barsicherheiten) am Ende des Monats der Antragstellung deckt mindestens 40 % des Bruttofinanzierungsbedarfs der Portugiesischen Republik für die 12 Monate nach Antragstellung (einschließlich aller geplanten vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF, jedoch ohne die Prolongation von T-bills) sowie

5. die EFSF geht nach angemessener Erwägung davon aus, dass Rückzahlungen an die EFSF in den Jahren 2020-2023 unter Berücksichtigung der zum jeweiligen Zeitpunkt aktuellen Erwartungen hinsichtlich Marktbedingungen und Schuldentragfähigkeitsanalyse insgesamt vorteilhaft für die Portugiesische Republik sein dürften.

Wenn der Geschäftsführende Direktor die o. g. Bedingungen zum Antragszeitpunkt als erfüllt betrachtet, kann er nach seinem Ermessen dem Verzicht auf die Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung gemäß den EFSF-Darlehen im Zusammenhang mit den konkreten Anträgen auf vorzeitige Rückzahlung bestimmter Tranchen der IWF-Vereinbarung zustimmen.

Anschließend stellen die Unterschriftsberechtigten der EFSF eine entsprechende Verzichterklärung an die Portugiesische Republik aus. Der Geschäftsführende Direktor kann den Antrag auf Verzicht ablehnen, sollte seine Beurteilung negativ ausfallen.

Umsetzung der Verpflichtung gegenüber der EFSF durch Portugal

Im Zeitraum zwischen 2020 und 2023 berät sich die EFSF mit der Portugiesischen Republik im Rahmen des Frühwarnsystems über die vorzeitigen Rückzahlungen und teilt – wie in den oben stehenden Absätzen a und b erwähnt – die endgültigen Rückzahlungstermine und -beträge mit.

Da auch die Darlehen des EFSM Bestimmungen über obligatorische Rückzahlungen enthalten, kann die Portugiesische Republik einen Verzicht auf die Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung gegenüber dem EFSM, die aus den vorzeitigen Rückzahlungen an die EFSF in den Jahren 2020-2023 entstehen, beantragen.

Schlussfolgerung

Die EFSF sieht dem Ergebnis der Erörterungen der Eurogruppen-Arbeitsgruppe und weiteren Unterrichtungen über die abgestimmte Haltung der Sicherungsgeber in dieser Angelegenheit entgegen. Für Fragen oder Erläuterungen gegenüber den Beteiligten in dieser Sache stehen wir weiterhin zur Verfügung.

Grußformel

David Eatough
Mitglied des Management Board
General Counsel

ANLAGE I – VERZICHTSANTRAG

Satz: Satzweiss.com Print, Web, Software GmbH, Mainzer Straße 116, 66121 Saarbrücken, www.satzweiss.com
Druck: Printsystem GmbH, Schafwäsche 1-3, 71296 Heimsheim, www.printsystem.de
Vertrieb: Bundesanzeiger Verlag GmbH, Postfach 10 05 34, 50445 Köln, Telefon (02 21) 97 66 83 40, Fax (02 21) 97 66 83 44, www.betrifft-gesetze.de
ISSN 0722-8333