

Antrag

des Bundesministeriums der Finanzen

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

Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen – 2015/0118820 – vom 17. Februar 2015

5 Anlagen (englisches Original und informelle deutsche Arbeitsübersetzung)

- Anlage 1 Schreiben der portugiesischen Finanzministerin Albuquerque an den Geschäftsführenden Direktor der EFSF
- Anlage 1a – informelle deutsche Arbeitsübersetzung –
- Anlage 2 Gemeinsame Note von EU-Kommission, IWF, EZB und ESM zur Auswirkung einer vorzeitigen Tilgung von IWF-Krediten auf die Schuldentragfähigkeit Portugals
- Anlage 2a – informelle deutsche Arbeitsübersetzung –
- Anlage 3 Schreiben der portugiesischen Finanzministerin Albuquerque an die Finanzminister der EU-MS
- Anlage 3a – informelle deutsche Arbeitsübersetzung –
- Anlage 4 Schreiben der portugiesischen Finanzministerin Albuquerque an den Vize-Präsidenten der Europäischen Kommission Dombrovskis
- Anlage 4a – informelle deutsche Arbeitsübersetzung –
- Anlage 5 Schreiben der portugiesischen Finanzministerin Albuquerque an den Wirtschafts- und Währungskommissar Moscovici
- Anlage 5a – informelle deutsche Arbeitsübersetzung –

Der Bundestag wolle beschließen:

Die Republik Portugal beabsichtigt, einen Teil ihrer 2011 empfangenen Finanzhilfe vorzeitig an den Internationalen Währungsfonds (IWF) zurückzuzahlen. Um die Rückzahlung zu ermöglichen, beantragt das Bundesministerium der Finanzen (BMF) mit diesem Schreiben 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

Darlehen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) durch Portugal in Höhe von bis zu 14,305 Mrd. Euro bzw. 11,471 Mrd. Euro Sonderziehungsrechte (SZR). Damit würde die Bundesregierung ermächtigt, im Direktorium der EFSF einem entsprechenden Beschlussvorschlag zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zuzustimmen. Der entsprechende Antrag Portugals an die EFSF ist in der Anlage 1 beigelegt.

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 28,6 Mrd. Euro (Umrechnungskurs vom 30. Januar 2015) erhalten. Um Zinskosten zu reduzieren, strebt Portugal – dem Beispiel Irlands folgend – die vorzeitige Rückzahlung der Hälfte seines Kredits des IWF an. 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. Portugal beantragt deshalb, in Höhe der angestrebten vorzeitigen Rückzahlung an den IWF von einer Anwendung der Parallelitätsklausel abzusehen. Ein solches Vorgehen war im Herbst letzten Jahres auch Irland gewährt worden.

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

Konkret beabsichtigt Portugal, einen Teilbetrag von bis zu 11,471 Mrd. SZR bzw. 14,305 Mrd. Euro (Umrechnungskurs vom 30. Januar 2015) seines IWF-Kredits in Raten über 30 Monate beginnend ab März 2015 vorzeitig zu tilgen. Der derzeit ausstehende IWF-Kredit beträgt drei Jahre in Folge mehr als 300 % der IWF-Quote. Infolgedessen zahlt Portugal für ca. 85 % des gesamten IWF-Kreditbetrags aktuell einen Zinssatz von 4,05 % (einschl. Gebühren und Zuschläge). Mit der vorzeitigen Rückzahlung würden 58 % der mit dem hohen Zins belasteten Kreditmittel vorzeitig getilgt. Nachdem die Risikoaufschläge auf portugiesische 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 Portugals über den Kapitalmarkt. In der gemeinsamen Note von IWF, Europäischer Kommission, Europäischer Zentralbank (EZB) und Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) (Anlage 2) wird von einem Marktzinssatz von 2,64 % auf zehnjährige portugiesische Anleihen ausgegangen.

Die Finanzhilfen der europäischen Gläubiger beinhalten geringere Zinssätze bzw. längere Laufzeiten als die des IWF. Eine vorzeitige Ablösung dieser Finanzhilfen wäre für Portugal daher wirtschaftlich nicht sinnvoll.

In einer gemeinsamen Note bestätigen der IWF, die Europäische Kommission, die EZB und der ESM die positive Wirkung einer solchen Operation auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Portugals. Das Land könnte ihren Berechnungen zufolge Zinskosten von kumuliert rund 490 Mio. Euro (0,25 % des BIP – Bruttoinlandsprodukt) 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. Eine Veränderung der Wechselkurse in den nächsten 30 Monaten wurde bei der Prognose nicht unterstellt. Eine Anschlussfinanzierung über Staatsanleihen mit längerer Laufzeit als die abzulösenden IWF-Tranchen kann zudem dazu beitragen, das Laufzeitprofil Portugals zu verbessern und Refinanzierungsrisiken zu senken. Eine so verbesserte Tragfähigkeit kann die Rückzahlungsfähigkeit Portugals für die verbleibenden Finanzhilfen stärken.

In den Schreiben an die EFSF (Anlage 1), an die Finanzminister der EU-MS (Anlage 3) und den Vize-Präsidenten der Europäischen Kommission Dombrovskis (Anlage 4) sowie an den Wirtschafts- und Währungskommissar Moscovici (Anlage 5) bekräftigt Portugal, die Ausnahme von der Parallelitätsklausel von allen europäischen Geldgebern zu beantragen und bekräftigt die Einhaltung der Defizitvorgaben für 2015.

Bei der geplanten Ausgestaltung bliebe der IWF über seine Nachprogrammüberwachung in Portugal eng engagiert. Die halbjährlichen Prüfungen der wirtschaftlichen, fiskalischen und finanziellen Situation durch die Europäische Kommission zusammen mit der EZB 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 Institutionen über die Verbesserung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Portugals, 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 portugiesischen Anliegen in der skizzierten Form positiv gegenüber. Eine Beschlussfassung auf europäischer Ebene ist für Freitag, den 27. Februar 2015 vorgesehen. Diese Zeitplanung würde es Portugal erlauben, im März 2015 Maßnahmen zur vorzeitigen Rückzahlung eines ersten Teils der 2011 durch den IWF gewährten Finanzhilfen zu ergreifen.



30. JAN 15 00104

Mr. Klaus Regling
Managing Director
European Stability Mechanism
43, avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxembourg

Lisbon, January 30th, 2015

Dear Mr. Regling, *Dear Klaus,*

I am writing to formally request your agreement to the Portuguese Republic's early reimbursement of part of the IMF loans granted in the context of the Economic Adjustment Programme.

The 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. With your support throughout the Programme period, we successfully exited the Programme with stronger public finances and a clear route set to recovering jobs and growth.

Both during the Programme and after its completion, Portugal underwent major adjustment efforts: the measures implemented over the past three and a half years have been successful overall in improving public finances, stabilizing the financial sector and bringing the economy back on a path of recovery.

The fiscal consolidation effort achieved so far is significant, as the budget deficit was more than halved between 2010 and 2013 and data on a cash basis suggest that the 2014 target was also met with a margin, underpinned by strong expenditure control and an increase in tax revenues, reflecting a pickup in economic activity, an increase in employment, and effective measures to tackle tax fraud and evasion. In addition, multiple reforms were implemented in the budgetary process, aimed at increasing transparency and improving the monitoring of budget execution. The Government remains fully committed to further pursue these efforts, namely to guarantee compliance with the 2015 deadline for Portugal to exit the Excessive Deficit Procedure.

We have also restored full access to market-based financing. In early 2015 we have successfully issued, with a strong investor demand, our longest-dated bond (30 years) since 2006 and we also placed €3.5 billion of bonds maturing in 10 years at a yield below 3%, which is clearly a sign of confidence from our creditors.

GOVERNO DE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

In what concerns the financing policy, Portugal's priorities have been to smooth the profile for future debt payments and to establish a substantial cash buffer, which accounted for €13.3 billion by the end of 2014. In this scenario, the ability to refinance the IMF loans in advance arises as an opportunity to enhance our debt sustainability, which will benefit all our creditors, including the EFSM and the EFSF, and reinforce the credibility of the euro area.

The highest surcharge of IMF loans to Portugal is about 4% and is applicable to almost 85% of the loan's total amount. The current market yield on 10-year Portuguese government bonds, around 2.5%, allows for significant potential interest savings if the IMF credit will be replaced with new bonds issued. These interest savings will be an important contribution to the sustainability of the Portuguese public debt.

I therefore propose the early repayment of up to SDR 11.471 billion (app. € 14 billion at today's exchange rates) of our IMF programme loans in a phased approach over an estimated period of 30 months, taking into account market conditions and as frontloaded as possible. We will maintain a significant part of the IMF financing and we will continue engaged with the IMF in Post-Programme Monitoring.

Similarly to what occurred with Ireland, the EFSM and EFSF loan agreements signed with Portugal foresee that, upon an early repayment to the IMF by Portugal, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the early repaid amount of the IMF facility. In this context, I would ask you for the waiver of the mandatory proportionate prepayment provision on EFSF loans. I would point out that the first reimbursement of the EFSF and EFSM loans falls beyond the final repayment of the IMF loans, as a consequence of the extension that was agreed in 2013 and that had a very positive impact on the sustainability of the Portuguese public debt.

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

I have also written to Commission Vice President Dombrovskis, Commissioner Moscovici, IMF Managing Director Lagarde and ECB President Draghi on this subject, and formally asked the support of my ECOFIN colleagues.

Yours sincerely,

Minister of State and Finance

Maria Luís Albuquerque

Ministry for Finance

Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisbon, PORTUGAL

TEL + 351 21 881 68 20 / 72 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gab.mf@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Interne Arbeitsübersetzung (BMF-Sprachendienst)

Übers.-Nr.: 0078-2015

Herrn Klaus Regling
Geschäftsführender Direktor
Europäischer Stabilitätsmechanismus
43, avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxemburg

Lissabon, 30. Januar 2015

Anrede

Mit diesem Schreiben bitte ich offiziell um Ihre Zustimmung zu einer vorzeitigen Rückzahlung eines Teils der im Rahmen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms gewährten IWF-Kredite durch Portugal.

Das EU-IWF-Anpassungsprogramm für Portugal umfasste ein zu drei gleichen Teilen von EFSM, EFSF und IWF finanziertes Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. EUR, von denen ca. 76 Mrd. EUR de facto ausgezahlt wurden. Mit Ihrer Unterstützung während des Programmzeitraums haben wir das Programm mit solideren Staatsfinanzen erfolgreich verlassen und klar die Weichen für mehr Beschäftigung und Wachstum gestellt.

Portugal hat sowohl während als auch nach Abschluss des Programms große Anpassungsanstrengungen unternommen, wobei die in den letzten dreieinhalb Jahren umgesetzten Maßnahmen insgesamt erfolgreich waren und eine Verbesserung der Staatsfinanzen, Stabilisierung des Finanzsektors und Rückkehr auf einen Wachstumspfad ermöglicht haben.

Die bislang erzielte Haushaltskonsolidierung ist beachtlich: Das Haushaltsdefizit wurde zwischen 2010 bis 2013 mehr als halbiert und die Finanzstatistikdaten deuten darauf hin, dass auch das Haushaltsziel für 2014 übererfüllt wurde. Getragen wurde diese Entwicklung von einer strengen Ausgabenkontrolle und höheren Steuereinnahmen infolge der Konjunkturerholung, einem Beschäftigungszuwachs sowie wirksamen Maßnahmen zur Bekämpfung von Steuerbetrug und -hinterziehung. Darüber hinaus wurden zahlreiche Reformen im Haushaltsverfahren umgesetzt, die für mehr Transparenz und eine bessere Überwachung des Haushaltsvollzugs sorgen sollen. Die Regierung wird diese Anstrengungen konsequent fortsetzen, damit Portugal das Defizitverfahren 2015 fristgerecht verlassen kann.

Des Weiteren haben wir wieder vollen Zugang zu einer marktbasierter Finanzierung. Anfang 2015 haben wir – unter großer Anlegernachfrage – erfolgreich Anleihen mit der längsten Laufzeit (30 Jahre) seit 2006 ausgegeben und darüber hinaus zehnjährige Anleihen mit einer Rendite von unter 3 % im Wert von 3,5 Mrd. EUR platziert, ein klarer Vertrauensbeweis unserer Gläubiger.

Hinsichtlich der Finanzierungsstrategie war Portugals vorrangiges Ziel, das Profil künftiger Schulden tilgungen zu glätten und einen beträchtlichen Liquiditätspuffer zu bilden, der sich

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Ende 2014 auf 13,3 Mrd. EUR belief. Vor diesem Hintergrund gibt uns die Möglichkeit zur vorzeitigen Refinanzierung der IWF-Kredite die Chance, unsere Schuldentragfähigkeit zugunsten aller unserer Gläubiger, einschließlich EFSM und EFSF, zu verbessern sowie die Glaubwürdigkeit der Eurozone zu erhöhen.

Der höchste Aufschlag der IWF-Kredite an Portugal beträgt um die 4 % und gilt für nahezu 85 % des gesamten Kreditbetrags. Bei einem aktuellen Marktzins auf zehnjährige portugiesische Staatsanleihen von ca. 2,5 % kann Portugal bei einer Ablösung des IWF-Kredits durch neu emittierte Anleihen beträchtliche Zinersparnisse erzielen. Diese Zinersparnisse würden einen wichtigen Beitrag zur Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden leisten.

Daher schlage ich vor, dass Portugal bis zu 11,471 Mrd. SZR (ca. 14 Mrd. EUR zum heutigen Wechselkurs) seiner IWF-Programmkredite schrittweise über einen Zeitraum von voraussichtlich 30 Monaten – unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und so vorgezogen wie möglich – vorzeitig zurückzahlt. Dabei werden wir einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung beibehalten und weiterhin mit dem IWF im Rahmen der Nachprogrammüberwachung zusammenarbeiten.

Ähnlich wie bei Irland sehen die mit Portugal unterzeichneten EFSM- und EFSF-Darlehensvereinbarungen vor, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF durch Portugal ein Teil der im Rahmen der EFSF- bzw. EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe unmittelbar fällig wird und in derselben proportionalen Höhe zurückzuzahlen ist wie der vorzeitig zurückgezahlte Betrag der IWF-Fazilität. In diesem Zusammenhang bitte ich Sie, auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungspflicht betreffend die EFSF-Kredite zu verzichten. Ferner weise ich darauf hin, dass die erste Rückzahlung der EFSF- und EFSM-Kredite aufgrund der 2013 vereinbarten Verlängerung, die sich sehr positiv auf die Schuldentragfähigkeit Portugals ausgewirkt hat, erst nach der endgültigen Rückzahlung der IWF-Kredite vorgesehen ist.

Der IWF würde meines Erachtens eine vorzeitige Rückzahlung begrüßen und fördert letztendlich mit seiner Zinsstruktur ein solches Vorgehen.

Ich habe diesbezüglich auch ein Schreiben an den Vizepräsidenten der EU-Kommission Dombrovskis, den Kommissar Moscovici, die geschäftsführende IWF-Direktorin Lagarde und den EZB-Präsidenten Draghi gerichtet und meine Kollegen im Ecofin-Rat offiziell um Unterstützung ersucht.

Schlussformel

Ministerin für Finanzen und öffentliche Verwaltung

Maria Luis Albuquerque

Anlage 2

This version: February 13, 2015

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

(Joint Note by the European Commission, IMF, ECB and ESM)

1. Introduction

Portugal aims to frontload the repayment of about half of the IMF credit outstanding from its EU-IMF supported financial assistance programme. In letters dated 30 January 2015 and addressed to Vice-President Dombrovskis, Commissioner Moscovici as well as to the IMF, the ESM, the ECB and all ECOFIN members, Maria Luís Albuquerque, the Portuguese Minister of State and Finance, sought support for Portugal repaying early a portion of the IMF credit that is subject to surcharges, and, in this light, requested that EU lenders waive the proportional early repayment clause on their loans. According to this clause, upon an early repayment of the IMF by Portugal, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the early repaid amount of the IMF facility.¹

At the EFC meeting of 5 February 2015, 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 Portugal without conditionality or charges, as is the practice for all its member countries. Indeed, the interest schedule on IMF credit incentivizes early repayments which are not uncommon, including recent examples of Hungary, Iceland, Latvia and Ireland. There is political support among the EU creditors in principle for waiving the proportional early repayment clause conditional on four elements: (i) the savings resulting from early repayment of IMF credit should be used to reduce deficits and debt, thereby having a positive impact on the sustainability of Portuguese public finances, (ii) there is consensus among all EU creditors to waive the proportional early repayment clause, (iii) continued engagement by Portugal with the IMF in Post-Programme Monitoring (PPM), and (iv) the Portuguese treasury keeps a comfortable liquidity position as envisaged at the end of the programme. In some Member States national parliaments need to be involved in the approval process.

The EFC requested that the European Commission, the ECB, the IMF and the ESM analyse the impact of an early repayment of IMF credit by Portugal. Taking note of the political support in principle expressed by the EU creditors at the meeting of 5 February 2015, 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.

This note provides an assessment of the potential benefits (and risks) of an early repayment of IMF credit, in particular the impact on the sustainability of public finances. 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 Portuguese 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 Portuguese 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 Board, as well as on Portugal's current

¹ Article 7(3) of the EFSM Loan Facility Agreement and Article 7(2) of the EFSF Master Financial Assistance Facility.

quota in the IMF. The eventual impact of the refinancing operation will critically depend on its actual size, interest rate and other modalities.

2. Motivation for Portugal frontloading the repayment of IMF credit

The total cost of IMF credit to Portugal, is currently standing at 3.5%². 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 26 January 2015). 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 Portugal, the IMF disbursed the equivalent of EUR 6.1 bn in May 2011, exceeding 300% of current quota, so the 300 basis point surcharge has been applied since May 2014, and it currently faces a marginal interest rate on IMF credit of 4.05%.

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

Million euros calculated at 30 Jan 2015 exchange rate to SDR, based on IMF projected payments as of 4 February 2015, assuming an unchanged SDR interest rate.

	Interest and charges, January - December 1/	Imputed average effective interest rate (% of the opening credit outstanding) 2/	Principal repayments	Credit outstanding (end-December)	Credit outstanding (% of quota)
2015	1043,2	3,65	583,1	28027,0	2182,6
2016	995,2	3,55	2852,6	25174,4	1960,5
2017	861,4	3,42	3959,6	21214,8	1652,1
2018	694,6	3,27	4605,9	16608,9	1293,4
2019	504,1	3,03	4768,4	11840,5	922,1
2020	310,9	2,63	4768,4	7072,2	550,8
2021	118,3	1,67	4185,2	2886,9	224,8
2022	23,0	0,80	1915,8	971,1	75,6
2023	7,4	0,76	808,7	162,4	12,7

Source: IMF data.

1/ Projected.

2/ Interest and charges as a percentage of the opening credit outstanding.

Due to the current benign financing conditions for the Portuguese sovereign and given the lower rates on EFSF and EFSM loans, the significantly higher total costs of IMF credit to Portugal provide a strong incentive for Portugal to make early repayments of IMF loans. 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 the loans at 2.9% over a longer maturity.³ The average rate on EFSF loans varies given the pooled nature of the funding and is estimated to be on average 2.1% in 2015. The current market yield on 10-year Portuguese government bonds is around

² IGCP Monthly Bulletin, January 2015.

³ The Council of the European Union approved an extension of the average maturity on EFSM loans from 12.3 years to 19.5 years, with parallel decisions to be taken by the Board of Governors of the EFSF concerning EFSF loans.

2.64%. Portugal'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 and would lower exposure to sudden increases in global interest rates. It would also lower the currency mismatch as the IMF loan is provided in SDR, while revenues of the Portuguese state are in euros.

Portugal currently does not intend to repay all its outstanding IMF credit early. As outlined in their request, the Portuguese authorities intend to repay early only about half of the total amount of the IMF outstanding debt, i.e. EUR 14.3 bn, which represents some 58% of the amount subject to surcharges. The credit remaining outstanding after such early repayments would thus still be subject to basic rate plus the surcharge, with a marginal interest rate currently at 4.05%. The total cost would nevertheless be substantially reduced due to the interest and charges' savings.⁴

An early repayment of IMF credit would moderate risks across secondary creditors due to its positive effect on debt sustainability. Waiving the proportional early repayment clause would decrease the actual risk exposure for EU creditors given the improved debt sustainability resulting from such payments.

3. Outline of the early repayment plan

Following the submission of a formal request for early repayment on 30 January 2015, the Portuguese authorities have provided the following current working assumptions concerning early repayments of IMF credit:

- Portugal plans to repay early up to SDR 11.5 bn (app EUR 14.3 bn at current exchange rate) of the SDR 22.9 bn received from the IMF. Such a repayment would leave credit outstanding above 300% of quota, exceeding the 200% threshold normally applied for the termination of IMF Post-Programme Monitoring (PPM).⁵
- Portugal plans to make the early repayment in four instalments of up to EUR 5.8 bn over an estimated period of 30 months and as frontloaded as possible.
- Depending on the effective date of the waiver of the proportional early repayment clause, the current working assumption of the Portuguese authorities on the timing of the four instalments is: a first payment of EUR 3 bn until March 2015, EUR 2.75 bn in mid-2015, EUR 5.75 bn in mid-2016 and a final instalment of EUR 2.78 bn in mid-2017 (provisional schedule provided bilaterally at technical level).

⁴ 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 normalise.

⁵ 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.

- Portugal intends to replace IMF credit of an original average maturity of about 7 years with new bonds issued in the international capital markets with an average maturity of 10 years.
- As only 2/3 of the total foreign exchange exposure derived from the IMF loans is currently hedged, existing foreign exchange hedges may be reallocated to loans that will remain outstanding. Thus, no unwinding costs for foreign exchange hedges are to be expected in the initial phase of the repayment operation. If any unwinding of foreign exchange / interest hedging was to take place at a later stage, the associated cost would be lower as it would concern lower remaining amounts with shorter maturity. Besides the hedge costs, other costs ensuing from an early repayment are not considered as likely to be material.
- The initial EUR 3 bn will be prepaid until March 2015 with recourse to the existing cash reserve that is expected to stand at EUR 12.6 bn by the end of March, after the prepayment.

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

- Portugal repays EUR 14.3 bn in four tranches of respective sizes and timing as stated above. This assumption reflects the current favourable market conditions and Portugal's intention to minimise the repayment period, market conditions allowing. A somewhat longer phasing of early repayments would only modestly reduce the potential interest savings.
- As in the Irish case, the repayment will not concern specific tranches of the loans but intends to remove the full amounts due in the next 30 months coupled with the loans maturing in the following years up to total reimbursement of EUR 14.3bn.
- The interest rate on the new bonds is assumed to be 2.64% (the average yield on Portuguese 10-year government bonds as of 30th January 2015). 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. A sensitivity analysis around the baseline provides an indication of the effect of such a pricing reaction if it were to arise.
- The first EUR 3 bn early repayment is assumed to be financed with recourse to the existing cash reserve in 2015 and are planned to be refinanced on the market only in the first quarter of 2016. It is expected that the additional financing needs will be accommodated through a combination of syndications and auctions. 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. So, after a temporary reduction of the liquidity reserves by EUR 3 bn for the first early repayment, the full EUR 14.3 bn will be replaced by additional market financing. This would represent some 20 percent additional gross issuance of medium- and long-term bonds for the 2015-17 horizon (slightly over 40 percent for 2016).
- The euro/SDR rate is assumed to remain at its current level (i.e. for calculation purposes the 29 January 2015 rate of 1.2452 EUR/SDR).

The issue of cross default for official sector support raised during the discussion on Irish early repayments has already been clarified by that precedent. Prepaying the IMF creates in principle an obligation to prepay the support facility lenders in the same proportion (*pari passu* clause). If Portugal 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 Portugal's funding and derivatives documentation. If, as happened in the Irish case, the support facility lenders however waive the prepayment obligation in their loan agreements, there is no breach and consequently no potential cross default.

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

The impact of the early repayment on interest expenditure is estimated comparing the current expected situation and the alternative one. Using the working assumptions provided by the Portuguese 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.

The following presents a jointly agreed scenario of potential savings based on EC calculations using figures estimated by the IMF staff for all interest and charges payments to the IMF.

Underlying assumptions:

Starting from the quarterly simulations run for the Irish case, the ECFIN calculation has gradually been enhanced using IMF input.

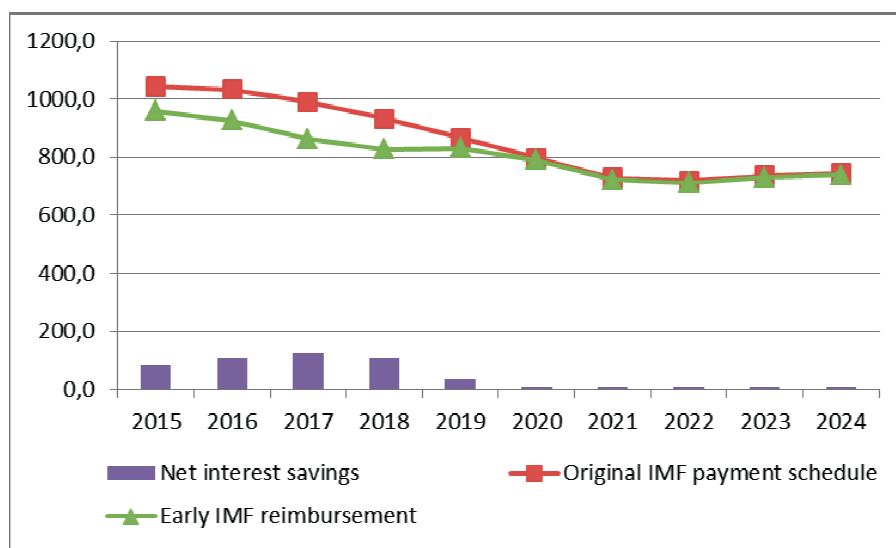
In the baseline scenario (original payment schedule) all interest and charges to be paid to the IMF have been taken from the original monthly payment schedule provided by the IMF. Based on the early repayment schedule provided by the Portuguese authorities, the IMF has run its internal calculation of resulting lower interests and charges payments to the IMF. These could then be directly integrated as such into the ECFIN calculation. All figures for payments to the IMF both in the baseline and the early repayment scenario are thus provided by the IMF. Regarding the refinancing of the IMF loans via issuance of new bonds on the market the quarterly calculation of interests used in the simulation of the Irish case has been replaced by a monthly calculation using the issuance timeline provide by the Portuguese authorities to refinance early repayments in the years 2015 to 2017 and the original repayment schedule to the IMF for the remaining payments from mid-2019 to 2024. The calculation of the monthly interest rate is based upon a geometric mean. Moreover, in the early repayment scenario, lower interest costs due to lower overall bond issuance (resulting from lower net financing needs) have also been included in the simulation.

Under these assumptions net savings on interest payments would start in 2015 and be most significant in the years 2016 to 2018 and start to fade out in 2019 (see Graph below). The absolute (non-discounted) amount of savings on government interest expenditure would amount to EUR 490 million or 0.25% of projected GDP figures, of which 0.05% of GDP would accrue in 2015, 0.06% in 2016, 0.07% in 2017 and 0.05% in 2018 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. The cumulative savings fall/rise by some EUR 120 million, indicating that even should market rates rise from current historically low levels, that significant savings can still be realised from early repayments to the IMF.

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 Portugal 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.

Graph: Simulation of early repayments to the IMF in EUR million (ECFIN calculations using IMF input for all payments to the IMF)



Source: European Commission.

Overall, while the analysis presented in this section indicates the benefits of the early repayment of IMF credit, the step also entails some risks. The medium-term financing needs for Portugal are already high presenting challenges to ensuring long-term sustainability. Given sub-investment grade ratings by most rating agencies and uncertainty over long-term growth, the currently benign financing conditions may be vulnerable to confidence shocks. Moreover, the above calculations are equally sensitive to changes of the exchange (and interest) rate. Overall, this seems to suggest that, while the assessment may still be positive overall, there are downside risks to the presented scenarios.

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 Portugal until 2022. 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 2022. 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 at least 2026, 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 2040.

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 14.3 bn by mid-2017 are allocated to meeting the scheduled payments due to end-2021 as intended by the Portuguese authorities, outstanding credit to the IMF debt would continue remain above the 200% of quota threshold until 2022.

6. Conclusions

In light of currently very favourable market conditions an early repayment of IMF credit can generate significant savings on government interest expenditure for the Portuguese sovereign. If Portugal were to repay EUR 14.3 bn between early 2015 and mid-2017 in four tranches of up to EUR 5.8 bn and if the repayment was financed with new 10-year bullet-type bonds with an annual interest rate of 2.64%, the total (non-discounted) interest bill could decline by up to EUR 490 million or 0.25% of projected GDP, EC calculations using IMF input for all payments to the IMF. In case market rates were 50 basis points higher, the interest bill would be raised by EUR 120 million over the entire period, so savings from early repayment would remain significant.

Early repayment of IMF credit can improve the sustainability of Portuguese public finances. If the estimated savings on government interest expenditure were fully used for deficit and thereby debt reduction, Portuguese government debt would, everything else equal, be about 0.2 percentage point of GDP lower than without early repayment. In contrast, if the savings on government interest expenditure were partially or fully used to increase government primary expenditure or to reduce taxes, the improvement in debt sustainability would diminish. At the same time, Portugal's medium to long-term fiscal consolidation needs are little affected as the net savings from early repayment are negligible from 2021.

Early repayment of IMF credit would 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

⁶ Regulation (EU) No 472/2013.

would lengthen the average maturity of the outstanding IMF loan. Longer average maturities are generally taken as adding stability to government debt management and reducing roll-over risks.

Still, **it should be assured that the early repayment of IMF credit** does not reduce the expected evolution of the cash position that was envisaged at the time of the end of the financial assistance programme.

Interne Arbeitsübersetzung (Spr.-D. BMF)

Übers.-Nr.: 0115-2015

Fassung vom 13. Februar 2015

Auswirkungen einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits auf die portugiesische Schuldentragfähigkeit

(Gemeinsamer Vermerk von Europäischer Kommission, IWF, EZB und ESM)



1. Einleitung

Portugal beabsichtigt, etwa die Hälfte des ausstehenden IWF-Kredits aus dem EU/IWF-Finanzhilfeprogramm vorzeitig zurückzuzahlen. Mit Schreiben vom 30. Januar 2015 an den Vizepräsidenten Dombrovskis, Kommissar Moscovici sowie IWF, ESM, EZB und die Mitglieder des ECOFIN-Rats bat die portugiesische Finanzministerin, Maria Luís Albuquerque, um europäische Unterstützung für Portugals vorzeitige Rückzahlung des mit Aufschlägen belegten Teils des IWF-Kredits und ersuchte vor diesem Hintergrund die EU-Kreditgeber um Verzicht auf die Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung ihrer Kredite. Diese Klausel sieht vor, dass bei vorzeitiger Rückzahlung des IWF-Kredits durch Portugal ein Teil der im Rahmen der EFSF- oder EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe in derselben proportionalen Höhe wie der vorzeitig zurückgezahlte Betrag der IWF-Fazilität unmittelbar fällig und zahlbar wird.¹

Auf der WFA-Sitzung am 5. Februar 2015 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 Portugal 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, Lettland und Irland zeigen. Die EU-Gläubiger haben grundsätzlich politische Unterstützung für einen Verzicht auf eine proportionale vorzeitige Rückzahlung signalisiert, sofern vier Voraussetzungen erfüllt sind: (i) die durch die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits erzielten Einsparungen sollten zum Defizit- und Schuldenabbau genutzt werden, um so eine positive Wirkung auf die Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsfinanzen zu erzielen, (ii) alle EU-Gläubiger müssen sich über den Verzicht auf die proportionale Rückzahlungsklausel einig sein, (iii) Portugal bleibt weiterhin in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF und (iv) die portugiesische Staatskasse behält wie zum Zeitpunkt der Beendigung des Programms vorgesehen ihre solide Liquiditätslage bei. In einigen Mitgliedstaaten müssen die nationalen Parlamente am Genehmigungsverfahren beteiligt werden.

Der WFA hat die Europäische Kommission, die EZB, den IWF und den ESM gebeten, die Auswirkungen einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits durch Portugal zu analysieren. Angesichts der von den EU-Kreditgebern auf der Sitzung vom 5. Februar 2015 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.

In dem vorliegenden Vermerk werden die potenziellen Vorteile (und Risiken) einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits, v. a. hinsichtlich der Auswirkungen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, bewertet. Im Mittelpunkt stehen dabei die potenziellen Zinersparnisse 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 portugiesi-

¹ Artikel 7 Abs. 3 der EFSM-Vereinbarung über eine Darlehensfazilität und Artikel 7 Abs. 2 der Vereinbarung über eine Hauptfinanzhilfefazilität.

schen Behörden zu Höhe und Zeitplan einer vorzeitigen Tilgung sowie einige technische Annahmen, insbesondere zum Zinssatz auf die zur Finanzierung der IWF-Kreditrückzahlung neu zu emittierenden Staatsanleihen. In der Praxis würde die Umsetzung der Rückzahlungsoperation durch die portugiesischen 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 Portugals. Die Auswirkungen des Refinanzierungsgeschäfts werden letztendlich maßgeblich von ihrem tatsächlichen Umfang, dem Zinssatz und anderen Umständen abhängen.

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

Die Gesamtkosten des IWF-Kredits an Portugal liegen derzeit bei 3,5 %². 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 % 5. KW 2015). 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 Portugals hat der IWF im Mai 2011 einen Betrag in Höhe von 6,1 Mrd. EUR ausgezahlt, was mehr als 300 % der aktuellen Quote entspricht, sodass seit Mai 2014 ein Aufschlag von 300 Basispunkten erhoben wird und der marginale Zinssatz für den IWF-Kredit derzeit 4,05 % beträgt.

Tabelle 1: Zeitplan der an den IWF fälligen Zahlungen (ohne Sicherungskosten)

In Mio. EUR zum SZR-Wechselkurs vom 30. Januar 2015, auf Grundlage der vom IWF prognostizierten Zahlungen (Stand 4. Februar 2015), ausgehend von einem unveränderten SZR-Zinssatz.

	Zinsen und Gebühren, Januar - Dezember 1/	Kalkulatorischer effektiver Durchschnittszins (in % des ausstehenden Anfangskredits) 2/	Kapitalrückzahlungen	Ausstehender Kreditbetrag (Ende Dezember)	Ausstehender Kreditbetrag (in % der Quote)
2015	1043,2	3,65	583,1	28027,0	2182,6
2016	995,2	3,55	2852,6	25174,4	1960,5
2017	861,4	3,42	3959,6	21214,8	1652,1
2018	694,6	3,27	4605,9	16608,9	1293,4
2019	504,1	3,03	4768,4	11840,5	922,1
2020	310,9	2,63	4768,4	7072,2	550,8
2021	118,3	1,67	4185,2	2886,9	224,8
2022	23,0	0,80	1915,8	971,1	75,6
2023	7,4	0,76	808,7	162,4	12,7

Quelle: IWF-Daten.

1/ Prognose.

2/ Prozentualer Anteil der Zinsen und Gebühren am ausstehenden Anfangskredit.

² Monatsbericht der portugiesischen Finanzagentur IGCP, Januar 2015.

Aufgrund der aktuell günstigen Finanzierungsbedingungen für den portugiesischen Staat und der niedrigeren Zinsen für EFSF- und EFSM-Darlehen bieten die erheblich höheren Gesamtkosten Portugals für den IWF-Kredit einen hohen Anreiz für eine vorzeitige Rückzahlung der IWF-Darlehen. Der durchschnittliche Zinssatz für die EFSM-Kredite – deren Großteil 2011 und 2012 ausbezahlt wurde, als die Zinsen höher waren als zurzeit – ist über eine längere Laufzeit auf 2,9 % festgelegt, da es sich um Back-to-back-Darlehen handelt.³ Der durchschnittliche Zinssatz für die EFSF-Kredite ist aufgrund der gebündelten Finanzierungsform variabel und liegt 2015 schätzungsweise bei 2,1 %. Die Markttrendite 10-jähriger portugiesischer Staatsanleihen liegt aktuell bei rund 2,64%. Mit der vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits möchte Portugal 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 und die Risiken eines plötzlichen Anstiegs der globalen Zinssätze verringern. Dies würde auch die Währungsinkongruenz mindern, da das IWF-Darlehen in SZR gewährt wird, während die Einnahmen des portugiesischen Staats in EUR generiert werden.

Portugal beabsichtigt zurzeit nicht, den gesamten ausstehenden IWF-Kreditbetrag vorzeitig zurückzahlen. Wie in ihrem Antrag dargelegt, möchte die portugiesische Regierung nur rund die Hälfte des Gesamtbetrags der ausstehenden IWF-Schulden, d. h. 14,3 Mrd. EUR bzw. 58 % des mit Aufschlägen belegten Teils, vorzeitig zurückzahlen. Für den nach den vorzeitigen Rückzahlungen ausstehenden Kreditbetrag würde auch weiterhin der Basiszinssatz plus Aufschlag gelten, wobei der marginale Zinssatz aktuell bei 4,05 % liegt. Dennoch würden sich die Gesamtkosten aufgrund der Zins- und Gebühreneinsparungen erheblich verringern.⁴

Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits würde das Risiko für nachstehende Gläubiger aufgrund der positiven Auswirkungen auf die Schuldentragfähigkeit mildern. Der Verzicht auf die Klausel zur proportionalen vorzeitigen Rückzahlung würde das tatsächliche Risiko für die EU-Kreditgeber verringern, da diese Zahlungen zu einer verbesserten Schuldentragfähigkeit führen.

3. Überblick über den Plan für die vorzeitige Rückzahlung

Nach der Vorlage eines förmlichen Antrags auf vorzeitige Rückzahlung am 30. Januar 2015 haben die portugiesischen Behörden die folgenden Arbeitshypothesen für eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits vorgelegt.

- Portugal beabsichtigt, von den 22,9 Mrd. SZR vom IWF bis zu 11,5 Mrd. SZR (ca. 14,3 Mrd. EUR nach dem aktuellen Wechselkurs) vorzeitig zurückzahlen. Nach dieser Rückzahlung verbliebe ein offener Kreditbetrag in Höhe von über 300 % der Quote und läge

³ Der Rat der Europäischen Union hat einer Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit für EFSM-Kredite von 12,3 auf 19,5 Jahre zugestimmt; parallel dazu hat die EFSF zu den EFSF-Krediten entsprechende Beschlüsse gefasst.

⁴ 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.

damit über dem normalerweise für die Einstellung der Nachprogrammüberwachung angewandten 200%-Schwellenwert.⁵

- Portugal beabsichtigt, die vorzeitige Rückzahlung in vier Raten von bis zu 5,8 Mrd. EUR über einen Zeitraum von voraussichtlich 30 Monaten und so vorgezogen wie möglich zu leisten.
- In Abhängigkeit des Datums, zu dem der Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungsklausel wirksam wird, gehen die portugiesischen Behörden derzeit von folgendem Zeitplan für die vier Raten aus: die erste Zahlung in Höhe von 3 Mrd. EUR bis März 2015, 2,75 Mrd. EUR Mitte 2015, 5,75 Mrd. EUR Mitte 2016 und die letzte Rate von 2,78 Mrd. EUR Mitte 2017 (der vorläufige Zeitplan wird zweiseitig auf technischer Ebene zur Verfügung gestellt).
- Portugal beabsichtigt, den IWF-Kredit mit einer ursprünglichen durchschnittlichen Laufzeit von rund 7 Jahren durch neue auf den internationalen Kapitalmärkten emittierte Anleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 10 Jahren abzulösen.
- Da nur 2/3 des Gesamtwechselkursrisikos, das sich aus den IWF-Darlehen ergibt, aktuell abgesichert ist, können bestehende Wechselkursabsicherungen den ausstehenden Darlehen zugeteilt werden. Deshalb sind in der Anfangsphase der Rückzahlung keine Auflösungskosten für Devisenabsicherungen zu erwarten. Falls die Auflösung von Wechselkurs-/Zinsabsicherungen zu einem späteren Zeitpunkt stattfinden sollte, würden die damit zusammenhängenden Kosten geringer ausfallen, da sie für geringere verbleibende Beträge mit einer kürzeren Laufzeit erfolgt. Es wird nicht erwartet, dass sich neben den Absicherungskosten andere Kosten aus der vorzeitigen Rückzahlung ergeben.
- Die ersten 3 Mrd. EUR werden bis März 2015 vorzeitig zurückgezahlt, wobei auf die bestehende Barreserve zurückgegriffen wird, die sich Ende März, nach der vorzeitigen Rückzahlung, voraussichtlich auf 12,6 Mrd. EUR beläuft.

Neben diesen Angaben der portugiesischen Behörden gibt es einige technische Annahmen zur Ermittlung von Schätzungen für die potenziellen Einsparungen infolge einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits:

- Portugal zahlt 14,3 Mrd. EUR in vier entsprechenden Raten zu den bereits erläuterten Zeitpunkten zurück. Diese Annahme basiert auf den derzeit günstigen Marktbedingungen und Portugals Absicht, den Rückzahlungszeitraum – bei entsprechenden Marktbedingungen – möglichst kurz zu halten. Ein etwas längerer Rückzahlungszeitraum würde die potenziellen Zinersparnisse nur geringfügig schmälern.
- Wie im Fall Irlands gilt die Rückzahlung nicht für bestimmte Darlehenstranchen; stattdessen sollen die im Laufe der nächsten 30 Monate fälligen Beträge in Verbindung mit in den

⁵ 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.

kommenden Jahren fällig werdenden Darlehen in Höhe von insgesamt 14,3 Mrd. EUR vollständig getilgt werden.

- Der Zinssatz für die neuen Anleihen wird mit 2,64 % angesetzt (der Durchschnittsrendite für 10-jährige portugiesische Staatsanleihen mit Stand 30. Januar 2015). 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 Markttrenditen hervorrufen werden. Eine Sensitivitätsanalyse anhand des Basisszenarios gibt Hinweise auf den Effekt einer solchen Preisreaktion, sollte sie denn eintreten.
- Die erste Rate in Höhe von 3 Mrd. EUR würde 2015 unter Nutzung der bestehenden Barreserve finanziert und erst im ersten Quartal 2016 am Markt refinanziert werden. Es wird erwartet, dass der zusätzliche Finanzierungsbedarf durch eine Kombination aus Syndizierungen und Versteigerungen gedeckt wird. 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. Nach einer vorübergehenden Verringerung der Liquiditätsreserven um 3 Mrd. EUR für die erste vorzeitig zurückgezahlte Rate werden die 14,3 Mrd. EUR vollständig durch eine zusätzliche Marktfinanzierung ersetzt. Das wäre eine zusätzliche Bruttoemission von mittel- und langfristigen Anleihen für den Zeitraum 2015-17 in Höhe von 20 Prozent (etwas mehr als 40 Prozent in 2016).
- Es wird davon ausgegangen, dass der Euro/SZR-Wechselkurs auf seinem derzeitigen Niveau bleibt (d. h. zu Berechnungszwecken wird der Wechselkurs von 1,2452 EUR/SZR mit Stand 29. Januar 2015 herangezogen).

Das im Laufe der Diskussion über die vorzeitigen Rückzahlungen Irlands behandelte Thema des reziproken Verzugs im Zusammenhang mit der Unterstützung des öffentlichen Sektors wurde mit diesem Präzedenzfall bereits geklärt. Bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF entsteht grundsätzlich die Verpflichtung, die Gläubiger der Hilfsfazilität in derselben proportionalen Höhe zurückzahlen (Pari-Passu-Klausel). Würde Portugal 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, wie im Fall Irlands, 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

Die Auswirkungen der vorzeitigen Rückzahlung auf die Zinsausgaben werden anhand eines Vergleichs der aktuell zu erwartenden Lage und einer alternativen Lage geschätzt. Ausgehend von den Arbeitshypothesen der portugiesischen 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 des Szenarios einer vorzeitigen Rückzahlung verglichen.

Nachfolgend wird ein gemeinsam abgestimmtes Szenario potenzieller Einsparungen vorgestellt, basierend auf Berechnungen der Europäischen Kommission mit vom IWF veranschlagten Zahlen für alle ihm zustehenden Zins- und Gebührenzahlungen.

Zugrunde liegende Annahmen:

Ausgehend von den für Irland durchgeführten vierteljährlichen Simulationen wurde die Berechnung der GD Wirtschaft und Finanzen mit Daten des IWF nach und nach optimiert.

Im Basisszenario (ursprünglicher Zahlungsplan) wurden alle dem IWF zustehenden Zins- und Gebührenzahlungen aus dem vom IWF vorgelegten ursprünglichen Zeitplan für die monatlichen Zahlungen entnommen. Auf Grundlage des von den portugiesischen Behörden vorgelegten Zeitplans für vorzeitige Rückzahlungen berechnete der IWF intern die sich daraus ergebenden niedrigeren Zins- und Gebührenzahlungen an den IWF. Diese konnten anschließend direkt in die Berechnung der GD Wirtschaft und Finanzen eingefügt werden. Alle sowohl im Basisszenario als auch im Szenario einer vorzeitigen Rückzahlung verwendeten Zahlen für die Zahlungen an den IWF stammen somit vom IWF. In Bezug auf die Refinanzierung der IWF-Kredite über die Emission neuer Anleihen am Markt wurde die in der Simulation für Irland verwendete vierteljährliche Zinsberechnung durch eine monatliche Berechnung ersetzt, die den von den portugiesischen Behörden vorgelegten Emissionsplan zur Refinanzierung der vorzeitigen Rückzahlungen in den Jahren 2015 bis 2017 und den ursprünglichen Rückzahlungsplan für die verbleibenden Zahlungen an den IWF ab Mitte 2019 bis 2024 verwendet. Die Berechnung des monatlichen Zinssatzes beruht auf einem geometrischen Mittelwert. Darüber hinaus wurden im Szenario einer vorzeitigen Rückzahlung auch geringere Zinskosten aufgrund eines geringeren Gesamtvolumens der Anleiheemission (bedingt durch den geringeren Nettofinanzierungsbedarf) in die Simulation einbezogen.

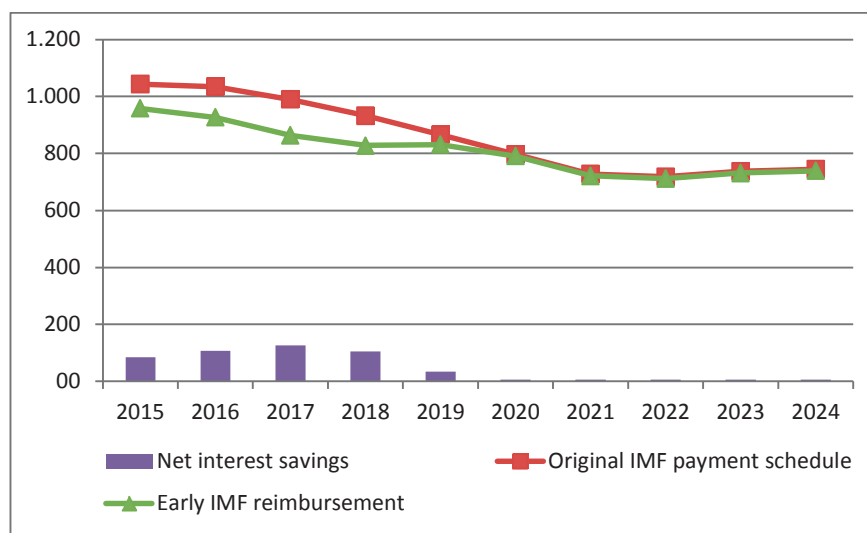
Bei Zugrundelegung dieser Annahmen würden die Nettozinsersparnisse 2015 einsetzen und 2016 bis 2018 ihren Höhepunkt erreichen, bevor sie 2019 langsam wieder nachlassen (siehe unten stehende Abbildung). Der absolute (nicht abgezinste) Einsparungsbetrag bei den staatlichen Zinsausgaben beläuft sich auf 490 Mio. EUR bzw. 0,25 % des voraussichtlichen BIP, wobei 2015 0,05 % des BIP, 2016 0,06 %, 2017 0,07 % und 2018 0,05 % 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 des zugrunde gelegten Marktzinses wird eine mechanische Sensitivitätsanalyse durchgeführt, bei der der Marktzins ab dem Datum der ersten Rückzahlung einheitlich um 50 Basispunkte erhöht/gesenkt wird. Dabei sinken/steigen die kumulierten Einsparungen um ca. 120 Mio. 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.

Sollten die Marktzinsen von ihren derzeitigen Tiefständen allmählich wieder ansteigen, könnten die Zinsersparnisse zunehmen. Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits würde die derzeit günstigen Bedingungen festschreiben im Gegensatz zu einer Situation, in der Portugal die nach dem ak-

tuellen Rückzahlungsplan fälligen Kreditbeträge dann zu möglicherweise höheren Zinsen refinanzieren müsste. Diese potenzielle Zusatzersparnis würde allerdings auslaufen, sobald die neuen Anleihen selbst refinanziert werden müssen.

Abbildung: Simulation der vorzeitigen Rückzahlungen an den IWF in Mio. EUR (Berechnungen der GD Wirtschaft und Finanzen mit IWF-Daten für alle Zahlungen an den IWF)



Quelle: Europäische Kommission.

Obwohl die in diesem Abschnitt vorgestellte Analyse die Vorteile einer vorzeitigen Rückzahlung des IWF-Kredits aufzeigt, birgt diese Maßnahme letztendlich auch einige Risiken. Der mittelfristige Finanzierungsbedarf Portugals ist bereits hoch, wodurch die Sicherung der langfristigen Tragfähigkeit erschwert wird. Aufgrund der schlechten Bewertung (Sub-Investment Grade) durch die meisten Ratingagenturen und der Unsicherheit hinsichtlich des langfristigen Wachstums könnten die derzeit günstigen Finanzierungsbedingungen durch plötzliche Vertrauensverluste gefährdet sein. Darüber hinaus würden die oben stehenden Berechnungen bei Änderungen des Wechselkurses (und des Zinssatzes) ebenfalls anders ausfallen. All dies scheint nahezuzeigen, dass die Bewertung zwar insgesamt positiv ausfällt, die vorgestellten Szenarien jedoch mit Abwärtsrisiken behaftet sind.

5. Vorzeitige Rückzahlung und IWF-Nachprogrammüberwachung

Bei einer Rückzahlung nach dem ursprünglichen Zeitplan würde Portugal normalerweise bis 2022 in der Nachprogrammüberwachung durch den IWF bleiben. Ein Land unterliegt der Nachprogrammüberwachung durch den IWF, solange sein ausstehender Kreditbetrag 200 % seiner Quote übersteigt, wobei es im Ermessen des Exekutivdirektoriums liegt, die Überwachung früher oder später als durch den Schwellenwert vorgegeben einzustellen. Nach dem ursprünglichen Zahlungsplan würde der entsprechende Kreditbetrag im zweiten Quartal 2022 unter 200 % der Quote fallen. Aufgrund der durchschnittlich längeren Anfangslaufzeiten bei den EFSF- und EFSM-Krediten und fehlen-

der vorzeitiger Rückzahlungen würde die Nachprogrammüberwachung durch die Kommission mindestens bis 2026 andauern, bis wenigstens 75 % der erhaltenen Finanzhilfe zurückgezahlt sind.⁶ Das ESM-Frühwarnsystem bleibt bis zur letzten Zahlung 2040 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 14,3 Mrd. EUR bis Mitte 2017 wie von den portugiesischen Behörden vorgesehen zur Erfüllung der bis Ende 2021 geplanten Zahlungen verwendet werden, würde der ausstehende Kreditbetrag dem IWF gegenüber bis 2022 über dem Schwellenwert von 200 % der Quote bleiben.

6. Schlussfolgerungen

Angesichts der derzeit äußerst günstigen Marktbedingungen kann der portugiesische Staat durch eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits beträchtliche Einsparungen bei seinen Zinsausgaben erzielen. Sollte Portugal zwischen Anfang 2015 und Mitte 2017 in vier Raten von bis zu 5,8 Mrd. EUR insgesamt 14,3 Mrd. EUR zurückzahlen und die Rückzahlung mit neuen gesamtfristigen 10-jährigen Anleihen mit einem Jahreszins von 2,64 % refinanzieren, könnte sich der gesamte (nicht abgezinst) Zinsaufwand nach Berechnungen der KOM mit IWF-Daten für alle Zahlungen an den IWF um bis zu 490 Mio. EUR bzw. 0,25 % des veranschlagten BIP verringern. Falls die Marktzinsen 50 Basispunkte höher lägen, würde dies den Zinsaufwand im Gesamtzeitraum um 120 Mio. EUR erhöhen, sodass die mit einer vorzeitigen Rückzahlung erzielten Einsparungen immer noch beträchtlich wären.

Durch eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits kann die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen Portugals verbessert werden. Würden die geschätzten Einsparungen bei den staatlichen Zinsausgaben vollständig zum Defizit- und damit Schuldenabbau eingesetzt, wäre die portugiesische Staatsverschuldung unter sonst gleichen Bedingungen ca. 0,2 Prozentpunkte des BIP niedriger als ohne vorzeitige Rückzahlung. 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 Portugals wenig ändern, da ab 2021 die Nettoersparnisse aufgrund der vorzeitigen Rückzahlung minimal sein werden.

Eine vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits würde 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 verlängern. Längere Durchschnittslaufzeiten bedeuten in der Regel mehr Stabilität beim staatlichen Schuldenmanagement und geringere Prolongationsrisiken.

Dennoch **sollte sichergestellt werden, dass die vorzeitige Rückzahlung des IWF-Kredits** die erwartete Entwicklung der Liquiditätslage, die bei Beendigung des Finanzhilfeprogramms angestrebt wurde, nicht mindert.

⁶ Verordnung (EU) Nr. 472/2013.



Mr. Wolfgang Schäuble
Minister of Finance
Ministry of Finance
Wilhelmstrasse 97
DE-10117 BERLIN
GERMANY

30.JAN.15 00120

Lisbon, January 30th, 2015

Dear Mr. Schäuble, *dear Wolfgang,*

I am writing to formally request your support for the Portuguese Republic to proceed with the early reimbursement of part of the IMF loans granted in the context of the Economic Adjustment Programme. A similar letter has also been sent to all of our ECOFIN colleagues.

The 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. With your support throughout the Programme period, we successfully exited the Programme with stronger public finances and a clear route set to recovering jobs and growth.

Both during the Programme and after its completion, Portugal underwent major adjustment efforts: the measures implemented over the past three and a half years have been successful overall in improving public finances, stabilizing the financial sector and bringing the economy back on a path of recovery.

The fiscal consolidation effort achieved so far is significant, as the budget deficit was more than halved between 2010 and 2013 and data on a cash basis suggest that the 2014 target was also met with a margin, underpinned by strong expenditure control and an increase in tax revenues, reflecting a pickup in economic activity, an increase in employment, and effective measures to tackle tax fraud and evasion. In addition, multiple reforms were implemented in the budgetary process, aimed at increasing transparency and improving the monitoring of budget execution. The Government remains fully committed to further pursue these efforts, namely to guarantee compliance with the 2015 deadline for Portugal to exit the Excessive Deficit Procedure.

We have also restored full access to market-based financing. In early 2015 we have successfully issued, with a strong investor demand, our longest-dated bond (30 years) since 2006 and we also placed €3.5 billion of bonds maturing in 10 years at a yield below 3%, which is clearly a sign of confidence from our creditors.

Ministry for Finance

Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisbon, PORTUGAL

TEL + 351 21 881 68 20 / 72 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gab.mf@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt



In what concerns the financing policy, Portugal's priorities have been to smooth the profile for future debt payments and to establish a substantial cash buffer, which accounted for €13.3 billion by the end of 2014. In this scenario, the ability to refinance the IMF loans in advance arises as an opportunity to enhance our debt sustainability, which will benefit all our creditors, including the EFSM and the EFSF, and reinforce the credibility of the euro area.

The highest surcharge of IMF loans to Portugal is about 4% and is applicable to almost 85% of the loan's total amount. The current market yield on 10-year Portuguese government bonds, around 2.5%, allows for significant potential interest savings if the IMF credit will be replaced with new bonds issued. These interest savings will be an important contribution to the sustainability of the Portuguese public debt.

I therefore intend to propose the early repayment of up to SDR 11.471 billion (app. € 14 billion at today's exchange rates) of our IMF programme loans in a phased approach over an estimated period of 30 months, taking into account market conditions and as frontloaded as possible. We will maintain a significant part of the IMF financing and we will continue engaged with the IMF in Post-Programme Monitoring.

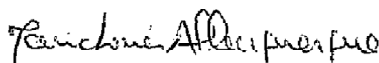
Similarly to what occurred with Ireland, the EFSM and EFSF loan agreements signed with Portugal foresee that, upon an early repayment to the IMF by Portugal, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the early repaid amount of the IMF facility. In this context, I would also appreciate your support to waive the mandatory proportionate prepayment provision on EFSM and EFSF loans. I would point out that the first reimbursement of the EFSF and EFSM loans falls beyond the final repayment of the IMF loans, as a consequence of the extension that was agreed in 2013 and that had a very positive impact on the sustainability of the Portuguese public debt.

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

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

Yours sincerely,

Minister of State and Finance



Maria Luís Albuquerque

Ministry for Finance

Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisbon, PORTUGAL

TEL + 351 21 881 68 20 / 72 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gab.mf@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Anlage 3a

Interne Arbeitsübersetzung (BMF-Sprachendienst)

Übers.-Nr.: 0078-2015

Dr. Wolfgang Schäuble
Bundesfinanzminister
Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
DE-10117 BERLIN

Lissabon, 30. Januar 2015

Anrede

Mit diesem Schreiben bitte ich offiziell um Ihre Unterstützung, damit Portugal einen Teil der im Rahmen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms gewährten IWF-Kredite vorzeitig zurückzahlen kann. Ein ähnliches Schreiben wurde an alle unsere Kollegen im Ecofin-Rat versandt.

Das EU-IWF-Anpassungsprogramm für Portugal umfasste ein zu drei gleichen Teilen von EFSM, EFSF und IWF finanziertes Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. EUR, von denen ca. 76 Mrd. EUR de facto ausgezahlt wurden. Mit Ihrer Unterstützung während des Programmzeitraums haben wir das Programm mit solideren Staatsfinanzen erfolgreich verlassen und klar die Weichen für mehr Beschäftigung und Wachstum gestellt.

Portugal hat sowohl während als auch nach Abschluss des Programms große Anpassungsanstrengungen unternommen, wobei die in den letzten dreieinhalb Jahren umgesetzten Maßnahmen insgesamt erfolgreich waren und eine Verbesserung der Staatsfinanzen, Stabilisierung des Finanzsektors und Rückkehr auf einen Wachstumspfad ermöglicht haben.

Die bislang erzielte Haushaltskonsolidierung ist beachtlich: Das Haushaltsdefizit wurde zwischen 2010 bis 2013 mehr als halbiert und die Finanzstatistikdaten deuten darauf hin, dass auch das Haushaltsziel für 2014 übererfüllt wurde. Getragen wurde diese Entwicklung von einer strengen Ausgabenkontrolle und höheren Steuereinnahmen infolge der Konjunkturerholung, einem Beschäftigungszuwachs sowie wirksamen Maßnahmen zur Bekämpfung von Steuerbetrug und -hinterziehung. Darüber hinaus wurden zahlreiche Reformen im Haushaltsverfahren umgesetzt, die für mehr Transparenz und eine bessere Überwachung des Haushaltsvollzugs sorgen sollen. Die Regierung wird diese Anstrengungen konsequent fortsetzen, damit Portugal das Defizitverfahren 2015 fristgerecht verlassen kann.

Des Weiteren haben wir wieder vollen Zugang zu einer marktbasierten Finanzierung. Anfang 2015 haben wir – unter großer Anlegernachfrage – erfolgreich Anleihen mit der längsten Laufzeit (30 Jahre) seit 2006 ausgegeben und darüber hinaus zehnjährige Anleihen mit einer Rendite von unter 3 % im Wert von 3,5 Mrd. EUR platziert, ein klarer Vertrauensbeweis unserer Gläubiger.

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Hinsichtlich der Finanzierungsstrategie war Portugals vorrangiges Ziel, das Profil künftiger Schuldentilgungen zu glätten und einen beträchtlichen Liquiditätspuffer zu bilden, der sich Ende 2014 auf 13,3 Mrd. EUR belief. Vor diesem Hintergrund gibt uns die Möglichkeit zur vorzeitigen Refinanzierung der IWF-Kredite die Chance, unsere Schuldentragfähigkeit zugunsten aller unserer Gläubiger, einschließlich EFSM und EFSF, zu verbessern sowie die Glaubwürdigkeit der Eurozone zu erhöhen.

Der höchste Aufschlag der IWF-Kredite an Portugal beträgt um die 4 % und gilt für nahezu 85 % des gesamten Kreditbetrags. Bei einem aktuellen Marktzins auf zehnjährige portugiesische Staatsanleihen von ca. 2,5 % kann Portugal bei einer Ablösung des IWF-Kredits durch neu emittierte Anleihen beträchtliche Zinersparnisse erzielen. Diese Zinersparnisse würden einen wichtigen Beitrag zur Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden leisten.

Daher möchte ich vorschlagen, dass Portugal bis zu 11,471 Mrd. SZR (ca. 14 Mrd. EUR zum heutigen Wechselkurs) seiner IWF-Programmkredite schrittweise über einen Zeitraum von voraussichtlich 30 Monaten – unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und so vorgezogen wie möglich – vorzeitig zurückzahlt. Dabei werden wir einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung beibehalten und weiterhin mit dem IWF im Rahmen der Nachprogrammüberwachung zusammenarbeiten.

Ähnlich wie bei Irland sehen die mit Portugal unterzeichneten EFSM- und EFSF-Darlehensvereinbarungen vor, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF durch Portugal ein Teil der im Rahmen der EFSF- bzw. EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe unmittelbar fällig wird und in derselben proportionalen Höhe zurückzuzahlen ist wie der vorzeitig zurückgezahlte Betrag der IWF-Fazilität. In diesem Zusammenhang wäre ich Ihnen dankbar, wenn Sie auch einen Verzicht auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungspflicht betreffend die EFSM- und EFSF-Kredite unterstützen könnten. Ferner weise ich darauf hin, dass die erste Rückzahlung der EFSF- und EFSM-Kredite aufgrund der 2013 vereinbarten Verlängerung, die sich sehr positiv auf die Schuldentragfähigkeit Portugals ausgewirkt hat, erst nach der endgültigen Rückzahlung der IWF-Kredite vorgesehen ist.

Der IWF würde meines Erachtens eine vorzeitige Rückzahlung begrüßen und fördert letztendlich mit seiner Zinsstruktur ein solches Vorgehen.

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

Schlussformel

Ministerin für Finanzen und öffentliche Verwaltung

Maria Luis Albuquerque

Anlage 4

GOVERNO DE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Mr. Valdis Dombrovskis
Vice-President for Euro & Social Dialogue
European Commission
Rue de la Loi
BE-1049 Brussels, Belgium

30. JAN 15 00102

Lisbon, January 30th, 2015

Dear Mr. Dombrovskis, *Dear Valdis,*

I am writing to formally request your agreement to the Portuguese Republic's early reimbursement of part of the IMF loans granted in the context of the Economic Adjustment Programme.

The 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. With your support throughout the Programme period, we successfully exited the Programme with stronger public finances and a clear route set to recovering jobs and growth.

Both during the Programme and after its completion, Portugal underwent major adjustment efforts: the measures implemented over the past three and a half years have been successful overall in improving public finances, stabilizing the financial sector and bringing the economy back on a path of recovery.

The fiscal consolidation effort achieved so far is significant, as the budget deficit was more than halved between 2010 and 2013 and data on a cash basis suggest that the 2014 target was also met with a margin, underpinned by strong expenditure control and an increase in tax revenues, reflecting a pickup in economic activity, an increase in employment, and effective measures to tackle tax fraud and evasion. In addition, multiple reforms were implemented in the budgetary process, aimed at increasing transparency and improving the monitoring of budget execution. The Government remains fully committed to further pursue these efforts, namely to guarantee compliance with the 2015 deadline for Portugal to exit the Excessive Deficit Procedure.

We have also restored full access to market-based financing. In early 2015 we have successfully issued, with a strong investor demand, our longest-dated bond (30 years) since 2006 and we also placed €3.5 billion of bonds maturing in 10 years at a yield below 3%, which is clearly a sign of confidence from our creditors.

Ministry for Finance

Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisbon, PORTUGAL

TEL + 351 21 881 68 20 / 72 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gab.mf@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt



In what concerns the financing policy, Portugal's priorities have been to smooth the profile for future debt payments and to establish a substantial cash buffer, which accounted for €13.3 billion by the end of 2014. In this scenario, the ability to refinance the IMF loans in advance arises as an opportunity to enhance our debt sustainability, which will benefit all our creditors, including the EFSM and the EFSF, and reinforce the credibility of the euro area.

The highest surcharge of IMF loans to Portugal is about 4% and is applicable to almost 85% of the loan's total amount. The current market yield on 10-year Portuguese government bonds, around 2.5%, allows for significant potential interest savings if the IMF credit will be replaced with new bonds issued. These interest savings will be an important contribution to the sustainability of the Portuguese public debt.

I therefore propose the early repayment of up to SDR 11.471 billion (app. € 14 billion at today's exchange rates) of our IMF programme loans in a phased approach over an estimated period of 30 months, taking into account market conditions and as frontloaded as possible. We will maintain a significant part of the IMF financing and we will continue engaged with the IMF in Post-Programme Monitoring.

Similarly to what occurred with Ireland, the EFSM and EFSF loan agreements signed with Portugal foresee that, upon an early repayment to the IMF by Portugal, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the early repaid amount of the IMF facility. In this context, I would ask you for the waiver of the mandatory proportionate prepayment provision on EFSM loans. I would point out that the first reimbursement of the EFSF and EFSM loans falls beyond the final repayment of the IMF loans, as a consequence of the extension that was agreed in 2013 and that had a very positive impact on the sustainability of the Portuguese public debt.

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

I have also written to Commissioner Moscovici, IMF Managing Director Lagarde, ECB President Draghi and ESM Managing Director Regling on this subject, and formally asked the support of my ECOFIN colleagues.

Yours sincerely,

Minister of State and Finance

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Maria Luís Albuquerque', written in a cursive style.

Maria Luís Albuquerque

Ministry for Finance

Av. Infante D. Henrique, 1, 1149-009 Lisbon, PORTUGAL

TEL + 351 21 881 68 20 / 72 FAX + 351 21 881 68 62 EMAIL gab.mf@mf.gov.pt www.portugal.gov.pt

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Interne Arbeitsübersetzung (BMF-Sprachendienst)

Übers.-Nr.: 0078-2015

Herrn Valdis Dombrovskis
Vizepräsident für den Euro und den sozialen Dialog
Europäische Kommission
Rue de la Loi
B-1049 Brüssel, Belgien

Lissabon, 30. Januar 2015

Anrede

Mit diesem Schreiben bitte ich offiziell um Ihre Zustimmung zu einer vorzeitigen Rückzahlung eines Teils der im Rahmen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms gewährten IWF-Kredite durch Portugal.

Das EU-IWF-Anpassungsprogramm für Portugal umfasste ein zu drei gleichen Teilen von EFSM, EFSF und IWF finanziertes Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. EUR, von denen ca. 76 Mrd. EUR de facto ausgezahlt wurden. Mit Ihrer Unterstützung während des Programmzeitraums haben wir das Programm mit soliden Staatsfinanzen erfolgreich verlassen und klar die Weichen für mehr Beschäftigung und Wachstum gestellt.

Portugal hat sowohl während als auch nach Abschluss des Programms große Anpassungsanstrengungen unternommen, wobei die in den letzten dreieinhalb Jahren umgesetzten Maßnahmen insgesamt erfolgreich waren und eine Verbesserung der Staatsfinanzen, Stabilisierung des Finanzsektors und Rückkehr auf einen Wachstumspfad ermöglicht haben.

Die bislang erzielte Haushaltskonsolidierung ist beachtlich: Das Haushaltsdefizit wurde zwischen 2010 bis 2013 mehr als halbiert und die Finanzstatistikdaten deuten darauf hin, dass auch das Haushaltsziel für 2014 übererfüllt wurde. Getragen wurde diese Entwicklung von einer strengen Ausgabenkontrolle und höheren Steuereinnahmen infolge der Konjunkturerholung, einem Beschäftigungszuwachs sowie wirksamen Maßnahmen zur Bekämpfung von Steuerbetrug und -hinterziehung. Darüber hinaus wurden zahlreiche Reformen im Haushaltsverfahren umgesetzt, die für mehr Transparenz und eine bessere Überwachung des Haushaltsvollzugs sorgen sollen. Die Regierung wird diese Anstrengungen konsequent fortsetzen, damit Portugal das Defizitverfahren 2015 fristgerecht verlassen kann.

Des Weiteren haben wir wieder vollen Zugang zu einer marktbasierter Finanzierung. Anfang 2015 haben wir – unter großer Anlegernachfrage – erfolgreich Anleihen mit der längsten Laufzeit (30 Jahre) seit 2006 ausgegeben und darüber hinaus zehnjährige Anleihen mit einer Rendite von unter 3 % im Wert von 3,5 Mrd. EUR platziert, ein klarer Vertrauensbeweis unserer Gläubiger.

Hinsichtlich der Finanzierungsstrategie war Portugals vorrangiges Ziel, das Profil künftiger Schuldentilgungen zu glätten und einen beträchtlichen Liquiditätspuffer zu bilden, der sich

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Ende 2014 auf 13,3 Mrd. EUR belief. Vor diesem Hintergrund gibt uns die Möglichkeit zur vorzeitigen Refinanzierung der IWF-Kredite die Chance, unsere Schuldentragfähigkeit zugunsten aller unserer Gläubiger, einschließlich EFSM und EFSF, zu verbessern sowie die Glaubwürdigkeit der Eurozone zu erhöhen.

Der höchste Aufschlag der IWF-Kredite an Portugal beträgt um die 4 % und gilt für nahezu 85 % des gesamten Kreditbetrags. Bei einem aktuellen Marktzins auf zehnjährige portugiesische Staatsanleihen von ca. 2,5 % kann Portugal bei einer Ablösung des IWF-Kredits durch neu emittierte Anleihen beträchtliche Zinersparnisse erzielen. Diese Zinersparnisse würden einen wichtigen Beitrag zur Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden leisten.

Daher schlage ich vor, dass Portugal bis zu 11,471 Mrd. SZR (ca. 14 Mrd. EUR zum heutigen Wechselkurs) seiner IWF-Programmkredite schrittweise über einen Zeitraum von voraussichtlich 30 Monaten – unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und so vorgezogen wie möglich – vorzeitig zurückzahlt. Dabei werden wir einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung beibehalten und weiterhin mit dem IWF im Rahmen der Nachprogrammüberwachung zusammenarbeiten.

Ähnlich wie bei Irland sehen die mit Portugal unterzeichneten EFSM- und EFSF-Darlehensvereinbarungen vor, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF durch Portugal ein Teil der im Rahmen der EFSF- bzw. EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe unmittelbar fällig wird und in derselben proportionalen Höhe zurückzuzahlen ist wie der vorzeitig zurückgezahlte Betrag der IWF-Fazilität. In diesem Zusammenhang bitte ich Sie, auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungspflicht betreffend die EFSM-Kredite zu verzichten. Ferner weise ich darauf hin, dass die erste Rückzahlung der EFSF- und EFSM-Kredite aufgrund der 2013 vereinbarten Verlängerung, die sich sehr positiv auf die Schuldentragfähigkeit Portugals ausgewirkt hat, erst nach der endgültigen Rückzahlung der IWF-Kredite vorgesehen ist.

Der IWF würde meines Erachtens eine vorzeitige Rückzahlung begrüßen und fördert letztendlich mit seiner Zinsstruktur ein solches Vorgehen.

Ich habe diesbezüglich auch ein Schreiben an den Kommissar Moscovici, die geschäftsführende IWF-Direktorin Lagarde, den EZB-Präsidenten Draghi und den geschäftsführenden ESM-Direktor Regling gerichtet und meine Kollegen im Ecofin-Rat offiziell um Unterstützung ersucht.

Schlussformel

Ministerin für Finanzen und öffentliche Verwaltung

Maria Luis Albuquerque



Mr. Pierre Moscovici
Commissioner for Economic and Financial Affairs, Taxation and Customs
European Commission
Rue de la Loi / Wetstraat 200
1049 Brussels, Belgium

30. JAN 15 00100

Lisbon, January 30th, 2015

Dear Mr. Moscovici, *dear Pierre,*

I am writing to formally request your agreement to the Portuguese Republic's early reimbursement of part of the IMF loans granted in the context of the Economic Adjustment Programme.

The 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. With your support throughout the Programme period, we successfully exited the Programme with stronger public finances and a clear route set to recovering jobs and growth.

Both during the Programme and after its completion, Portugal underwent major adjustment efforts: the measures implemented over the past three and a half years have been successful overall in improving public finances, stabilizing the financial sector and bringing the economy back on a path of recovery.

The fiscal consolidation effort achieved so far is significant, as the budget deficit was more than halved between 2010 and 2013 and data on a cash basis suggest that the 2014 target was also met with a margin, underpinned by strong expenditure control and an increase in tax revenues, reflecting a pickup in economic activity, an increase in employment, and effective measures to tackle tax fraud and evasion. In addition, multiple reforms were implemented in the budgetary process, aimed at increasing transparency and improving the monitoring of budget execution. The Government remains fully committed to further pursue these efforts, namely to guarantee compliance with the 2015 deadline for Portugal to exit the Excessive Deficit Procedure.

We have also restored full access to market-based financing. In early 2015 we have successfully issued, with a strong investor demand, our longest-dated bond (30 years) since 2006 and we also placed €3.5 billion of bonds maturing in 10 years at a yield below 3%, which is clearly a sign of confidence from our creditors.



In what concerns the financing policy, Portugal's priorities have been to smooth the profile for future debt payments and to establish a substantial cash buffer, which accounted for €13.3 billion by the end of 2014. In this scenario, the ability to refinance the IMF loans in advance arises as an opportunity to enhance our debt sustainability, which will benefit all our creditors, including the EFSM and the EFSF, and reinforce the credibility of the euro area.

The highest surcharge of IMF loans to Portugal is about 4% and is applicable to almost 85% of the loan's total amount. The current market yield on 10-year Portuguese government bonds, around 2.5%, allows for significant potential interest savings if the IMF credit will be replaced with new bonds issued. These interest savings will be an important contribution to the sustainability of the Portuguese public debt.

I therefore propose the early repayment of up to SDR 11.471 billion (app. € 14 billion at today's exchange rates) of our IMF programme loans in a phased approach over an estimated period of 30 months, taking into account market conditions and as frontloaded as possible. We will maintain a significant part of the IMF financing and we will continue engaged with the IMF in Post-Programme Monitoring.

Similarly to what occurred with Ireland, the EFSM and EFSF loan agreements signed with Portugal foresee that, upon an early repayment to the IMF by Portugal, an amount of the financial assistance provided under EFSF or EFSM facilities shall become immediately due and repayable in the same proportion as the early repaid amount of the IMF facility. In this context, I would ask you for the waiver of the mandatory proportionate prepayment provision on EFSM loans. I would point out that the first reimbursement of the EFSF and EFSM loans falls beyond the final repayment of the IMF loans, as a consequence of the extension that was agreed in 2013 and that had a very positive impact on the sustainability of the Portuguese public debt.

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

I have also written to Commission Vice President Dombrovskis, IMF Managing Director Lagarde, ECB President Draghi and ESM Managing Director Regling on this subject, and formally asked the support of my ECOFIN colleagues.

Yours sincerely,

Minister of State and Finance

Maria Luís Albuquerque

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Anlage 5a

Interne Arbeitsübersetzung (BMF-Sprachendienst)

Übers.-Nr.: 0078-2015

Herrn Pierre Moscovici
Kommissar für Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten, Steuern und Zoll
Europäische Kommission
Rue de la Loi / Wetstraat 200
1049 Brüssel, Belgien

Lissabon, 30 Januar 2015

Anrede

Mit diesem Schreiben bitte ich offiziell um Ihre Zustimmung zu einer vorzeitigen Rückzahlung eines Teils der im Rahmen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms gewährten IWF-Kredite durch Portugal.

Das EU-IWF-Anpassungsprogramm für Portugal umfasste ein zu drei gleichen Teilen von EFSM, EFSF und IWF finanziertes Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. EUR, von denen ca. 76 Mrd. EUR de facto ausgezahlt wurden. Mit Ihrer Unterstützung während des Programmzeitraums haben wir das Programm mit solideren Staatsfinanzen erfolgreich verlassen und klar die Weichen für mehr Beschäftigung und Wachstum gestellt.

Portugal hat sowohl während als auch nach Abschluss des Programms große Anpassungsanstrengungen unternommen, wobei die in den letzten dreieinhalb Jahren umgesetzten Maßnahmen insgesamt erfolgreich waren und eine Verbesserung der Staatsfinanzen, Stabilisierung des Finanzsektors und Rückkehr auf einen Wachstumspfad ermöglicht haben.

Die bislang erzielte Haushaltskonsolidierung ist beachtlich: Das Haushaltsdefizit wurde zwischen 2010 bis 2013 mehr als halbiert und die Finanzstatistikdaten deuten darauf hin, dass auch das Haushaltsziel für 2014 übererfüllt wurde. Getragen wurde diese Entwicklung von einer strengen Ausgabenkontrolle und höheren Steuereinnahmen infolge der Konjunkturerholung, einem Beschäftigungszuwachs sowie wirksamen Maßnahmen zur Bekämpfung von Steuerbetrug und -hinterziehung. Darüber hinaus wurden zahlreiche Reformen im Haushaltsverfahren umgesetzt, die für mehr Transparenz und eine bessere Überwachung des Haushaltsvollzugs sorgen sollen. Die Regierung wird diese Anstrengungen konsequent fortsetzen, damit Portugal das Defizitverfahren 2015 fristgerecht verlassen kann.

Des Weiteren haben wir wieder vollen Zugang zu einer marktbasierter Finanzierung. Anfang 2015 haben wir – unter großer Anlegernachfrage – erfolgreich Anleihen mit der längsten Laufzeit (30 Jahre) seit 2006 ausgegeben und darüber hinaus zehnjährige Anleihen mit einer Rendite von unter 3 % im Wert von 3,5 Mrd. EUR platziert, ein klarer Vertrauensbeweis unserer Gläubiger.

GOVERNODE
PORTUGAL

MINISTRY FOR FINANCE

Hinsichtlich der Finanzierungsstrategie war Portugals vorrangiges Ziel, das Profil künftiger Schuldentilgungen zu glätten und einen beträchtlichen Liquiditätspuffer zu bilden, der sich Ende 2014 auf 13,3 Mrd. EUR belief. Vor diesem Hintergrund gibt uns die Möglichkeit zur vorzeitigen Refinanzierung der IWF-Kredite die Chance, unsere Schuldenragfähigkeit zugunsten aller unserer Gläubiger, einschließlich EFSM und EFSF, zu verbessern sowie die Glaubwürdigkeit der Eurozone zu erhöhen.

Der höchste Aufschlag der IWF-Kredite an Portugal beträgt um die 4 % und gilt für nahezu 85 % des gesamten Kreditbetrags. Bei einem aktuellen Marktzins auf zehnjährige portugiesische Staatsanleihen von ca. 2,5 % kann Portugal bei einer Ablösung des IWF-Kredits durch neu emittierte Anleihen beträchtliche Zinersparnisse erzielen. Diese Zinersparnisse würden einen wichtigen Beitrag zur Tragfähigkeit der portugiesischen Staatsschulden leisten.

Daher schlage ich vor, dass Portugal bis zu 11,471 Mrd. SZR (ca. 14 Mrd. EUR zum heutigen Wechselkurs) seiner IWF-Programmkredite schrittweise über einen Zeitraum von voraussichtlich 30 Monaten – unter Berücksichtigung der Marktbedingungen und so vorgezogen wie möglich – vorzeitig zurückzahlt. Dabei werden wir einen beträchtlichen Teil der IWF-Finanzierung beibehalten und weiterhin mit dem IWF im Rahmen der Nachprogrammüberwachung zusammenarbeiten.

Ähnlich wie bei Irland sehen die mit Portugal unterzeichneten EFSM- und EFSF-Darlehensvereinbarungen vor, dass bei einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF durch Portugal ein Teil der im Rahmen der EFSF- bzw. EFSM-Fazilitäten bereitgestellten Finanzhilfe unmittelbar fällig wird und in derselben proportionalen Höhe zurückzuzahlen ist wie der vorzeitig zurückgezahlte Betrag der IWF-Fazilität. In diesem Zusammenhang bitte ich Sie, auf die proportionale vorzeitige Rückzahlungspflicht betreffend die EFSM-Kredite zu verzichten. Ferner weise ich darauf hin, dass die erste Rückzahlung der EFSF- und EFSM-Kredite aufgrund der 2013 vereinbarten Verlängerung, die sich sehr positiv auf die Schuldenragfähigkeit Portugals ausgewirkt hat, erst nach der endgültigen Rückzahlung der IWF-Kredite vorgesehen ist.

Der IWF würde meines Erachtens eine vorzeitige Rückzahlung begrüßen und fördert letztendlich mit seiner Zinsstruktur ein solches Vorgehen.

Ich habe diesbezüglich auch ein Schreiben an den Vizepräsidenten der EU-Kommission Dombrovskis, die geschäftsführende IWF-Direktorin Lagarde, den EZB-Präsidenten Draghi und den geschäftsführenden ESM-Direktor Regling gerichtet und meine Kollegen im Ecofin-Rat offiziell um Unterstützung ersucht.

Schlussformel

Ministerin für Finanzen und öffentliche Verwaltung

Maria Luis Albuquerque

