

**WARNUNG DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN**  
**vom 2. Dezember 2021**  
**zu mittelfristigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors Liechtensteins**  
**(ESRB/2021/14)**  
**(2022/C 122/05)**

DER VERWALTUNGSRAT DES EUROPÄISCHEN AUSSCHUSSES FÜR SYSTEMRISIKEN —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf das Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum <sup>(1)</sup>, insbesondere auf Anhang IX,

gestützt auf die Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken <sup>(2)</sup>, insbesondere auf Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe c sowie Artikel 16 und 18,

gestützt auf den Beschluss ESRB/2011/1 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 20. Januar 2011 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken <sup>(3)</sup>, insbesondere auf Artikel 18,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Wohneigentum ist ein Schlüsselsektor der Realwirtschaft und stellt einen Großteil des Vermögens von Privathaushalten und der Kreditvergabe durch Banken dar. Wohnimmobilien machen einen Großteil der Anlagenbestände von Privathaushalten aus; zudem setzt sich die Bilanz von Banken häufig im Wesentlichen aus Wohneigentumskrediten zusammen. Darüber hinaus ist der Wohnungsbau als Beschäftigungs-, Investitions- und Wachstumsquelle in der Regel eine wichtige Komponente der Realwirtschaft.
- (2) Die Finanzkrisen der Vergangenheit und die Erfahrungen in vielen Ländern haben gezeigt, dass Entwicklungen der Immobilienmärkte, die nicht nachhaltig sind, in jedem Land schwerwiegende Folgen für die Stabilität des Finanzsystems und die Wirtschaft insgesamt nach sich ziehen können, was auch negative grenzüberschreitende Ansteckungseffekte zur Folge haben kann. Hieraus können sich sowohl unmittelbare als auch mittelbare Auswirkungen auf die Finanzstabilität ergeben. Unmittelbare Auswirkungen sind Kreditverluste in Immobilienkreditportfolios, die aus nachteiligen wirtschaftlichen oder finanziellen Bedingungen und damit einhergehenden negativen Entwicklungen auf dem Wohnimmobilienmarkt resultieren. Mittelbare Auswirkungen stehen mit Konsumänderungen bei Privathaushalten in Verbindung, was weitere Folgen für die Realwirtschaft und die Finanzstabilität nach sich ziehen könnte.
- (3) Immobilienmärkte sind anfällig für zyklische Entwicklungen. Eine übermäßige Risikobereitschaft und Verschuldung sowie schlecht ausgerichtete Anreize während der Aufschwungphase des Immobilienzyklus können schwerwiegende negative Folgen für die Finanzstabilität und die Realwirtschaft nach sich ziehen. Angesichts der Bedeutung von Wohnimmobilien für die finanzielle und makroökonomische Stabilität ist es besonders wichtig zu versuchen, eine Anhäufung von Anfälligkeiten auf den Wohnimmobilienmärkten durch den Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen, die bereits als Mittel zur Minderung von Systemrisiken dienen, zu verhindern.
- (4) Neben den zyklischen Faktoren, die bei der Verschärfung der auf den Immobilienmärkten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) festgestellten Anfälligkeiten eine bedeutende Rolle spielen, haben auch strukturelle Faktoren zu einer Verstärkung dieser Anfälligkeiten geführt. Zu den strukturellen Faktoren können Wohnraumangel, der für Aufwärtsdruck auf die Wohnimmobilienpreise und die Verschuldung von Haushalten, die Eigenheime erwerben, gesorgt hat, und auch staatliche Maßnahmen zählen, die unter Umständen Haushalten einen Anreiz für eine übermäßige Verschuldung geben. Da die Auswirkungen dieser Faktoren über makroprudenzielle Maßnahmen hinausgehen, können Maßnahmen aus anderen Politikbereichen die aktuellen makroprudenziellen Maßnahmen zur effizienten und wirksamen Beseitigung der auf den Wohnimmobilienmärkten vorherrschenden Anfälligkeiten in den einzelnen Ländern ergänzen und unterstützen, ohne übermäßig hohe Kosten für die Realwirtschaft und das Finanzsystem zu verursachen.

<sup>(1)</sup> ABl. L 1 vom 3.1.1994, S. 3.

<sup>(2)</sup> ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 1.

<sup>(3)</sup> ABl. C 58 vom 24.2.2011, S. 4.

- (5) Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 und die damit verbundene Krise haben nicht zu einem zyklischen Abschwung auf den Wohnimmobilienmärkten geführt. Vielmehr haben sich der reale Anstieg der Wohnimmobilienpreise und das reale Kreditwachstum nach einer Phase stetiger Zuwächse vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds in mehreren Ländern weiter beschleunigt und die Einkommenszuwächse der privaten Haushalte weitgehend übertroffen. Um die Auswirkungen der Pandemie und die daraus resultierende wirtschaftliche Unsicherheit abzufedern, wurden verschiedene politische und sonstige Maßnahmen wie Schuldenmoratorien und öffentliche Garantien umgesetzt. Vor diesem allgemeinen politischen Hintergrund wurden zuvor geplante makroprudenzielle Maßnahmen in einigen Ländern vorübergehend gelockert oder ihre Einführung wurde verschoben. Die derzeit beobachtete Verbesserung der Wirtschaftslage ermöglicht eine Anpassung der makroprudenziellen Maßnahmen in den Ländern, in denen sich die Anfälligkeiten im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor weiter verschärft haben.
- (6) Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) hat kürzlich eine EWR-weite systematische und vorausschauende Bewertung von Anfälligkeiten in Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor abgeschlossen.
- (7) Im Hinblick auf Liechtenstein hat diese jüngste Bewertung Folgendes gezeigt:
- Nach Schätzungen der Finanzmarktaufsicht (FMA) lag die Verschuldung der privaten Haushalte in Liechtenstein 2020 bei 226 % <sup>(\*)</sup> des verfügbaren Einkommens bzw. 120 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), womit Liechtenstein zu den Ländern mit der höchsten Verschuldung der privaten Haushalte im EWR zählt. Darüber hinaus war in jüngster Zeit bei der Verschuldung der privaten Haushalte ein Aufwärtstrend zu beobachten. Neben den günstigen Kosten der Fremdfinanzierung könnten auch die wahrgenommenen steuerlichen Anreize zur Ausweitung der Verschuldung der privaten Haushalte beigetragen haben <sup>(†)</sup>. Eine von der FMA durchgeführte Analyse zeigt, dass die Verschuldung ungleich auf die Haushalte verteilt ist: Der Steuerstatistik zufolge meldeten 14 % der Haushalte Schulden zwischen 500 000 CHF und 1 Mio CHF und 9 % der Haushalte Schulden von über 1 Mio CHF. Darüber hinaus ist der Anteil der Haushalte mit einem Verhältnis von Schulden zu Einkommen von über fünf relativ hoch, was den Schluss nahelegt, dass eine erhöhte Verschuldung der privaten Haushalte nicht immer mit einem höheren Haushaltseinkommen einhergeht. Positiv zu vermerken ist, dass der hohe Anteil festverzinslicher Hypothekarkredite die Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte erheblich mindert.
  - Auf dem Wohnimmobilienmarkt war in den vergangenen Jahren weiterhin eine moderate Dynamik zu beobachten. Angesichts der rechtlichen Beschränkungen beim Erwerb von Immobilien <sup>(‡)</sup> ist die Transaktions-tätigkeit in Liechtenstein in der Regel gering. Von den Behörden werden keine Preisindizes veröffentlicht. Nach Angaben der FMA deuten die Preisdaten aus Sachverständigengutachten jedoch nur auf einen moderaten Preisanstieg sowohl für Grundstücke als auch für Wohnungen hin. Auch die Bautätigkeit und die Transaktions-tätigkeit waren in den letzten Jahren relativ stabil.
  - Der FMA zufolge ist das Wachstum der Immobilienkredite (einschließlich durch Wohnimmobilien und durch andere Grundpfandrechte besicherter Kredite inländischer Banken im Währungsgebiet des Schweizer Franken) in jüngster Zeit rückläufig und lag 2019 nominal bei 0,7 % (gegenüber 8,8 % im Jahr 2010), wobei 2020 ein leichter Anstieg auf 2,5 % zu verzeichnen war. Das jährliche Wachstum der inländischen Immobilienkredite war mit 1,1 % im Jahr 2020 sogar noch schwächer.
  - Der FMA zufolge wurde bei der Gewährung von Hypothekarkrediten ein relativ vorsichtiger Ansatz in Bezug auf die Beleihungsquote gewählt, sodass in den Jahren 2019 und 2020 nur ein verschwindend geringer Anteil bestehender und neuer Immobilienkredite eine Beleihungsquote von über 80 % aufwies. Banken sind zudem verpflichtet, Kredite als „Ausnahmen von den Richtlinien“ zu melden, wenn sie ihre internen Leitlinien in Bezug auf die Finanzierbarkeit von Immobilienkrediten außer Acht lassen. In der Praxis überprüfen die Banken, ob eine Erhöhung des Zinssatzes auf 4,5 % oder 5 % zu einer Schuldendienstbelastung führen würde, die ein Drittel des Haushaltseinkommens übersteigt. Angesichts des derzeitigen Niedrigzinsumfelds und der bisherigen niedrigen Zinssätze im Währungsgebiet des Schweizer Franken ist die Erfüllung dieser Anforderungen durchaus mit einem hohen Aufwand verbunden. Dennoch gehörten Ende 2020 rund 23 % der gesamten Wohnimmobilienkredite in Liechtenstein zu der Kategorie „Ausnahmen von den Richtlinien“.
  - Das Gesamtvolumen der inländischen Wohnimmobilienkredite belief sich 2020 auf rund 85 % des BIP – diese Quote ist eine der höchsten im EWR. Die Größe des liechtensteinischen Bankensektors entspricht jedoch etwa dem 15-fachen des BIP des Landes, sodass Hypothekarkredite für einige liechtensteinische Banken zwar eine Einnahmequelle darstellen, inländische Kredite jedoch für die Rentabilität und Solvenz der in Liechtenstein

<sup>(\*)</sup> Das Verhältnis von Schulden zu Einkommen und zum BIP ist für Liechtenstein nur bedingt mit den entsprechenden Indikatoren der anderen EWR-Länder vergleichbar. Das verfügbare Einkommen wird in Liechtenstein als Differenz zwischen dem zu versteuernden Gesamteinkommen und der Vermögens- und Erwerbssteuer berechnet. Darüber hinaus stammen die Angaben zur Gesamtverschuldung der privaten Haushalte aus den Steuerstatistiken und die Verschuldung wird nicht auf konsolidierter Basis definiert (d. h. auch Kredite innerhalb des Sektors der privaten Haushalte oder sogar innerhalb der Familie werden erfasst). Dieses Definitionsproblem führt im Vergleich zu anderen EWR-Ländern zu einer höheren Gesamtkennzahl.

<sup>(†)</sup> Insbesondere umfasst die Steuerbemessungsgrundlage für private Haushalte auch einen fiktiven Ertrag aus dem Nettovermögen (der derzeit auf 4 % festgesetzt ist), der zum jährlichen Erwerb addiert wird. Um ihr Nettovermögen zu verringern, können die Haushalte ihren Immobilienkredit beibehalten, anstatt ihn zu tilgen. In der Praxis ist der steuerliche Anreiz hierfür jedoch relativ gering, insbesondere angesichts des Zinssatzes für die noch zu tilgende Restschuld.

<sup>(‡)</sup> In Liechtenstein gibt es Beschränkungen für den Erwerb von Wohnliegenschaften, wenn kein berechtigtes Interesse besteht, z. B. in Bezug auf bestehendes Eigentum. Bei etwa der Hälfte der Immobilientransaktionen in Liechtenstein handelt es sich nicht um Käufe, sondern um Übertragungen mittels Tausch, Schenkung oder Vererbung.

tätigen Banken nicht von zentraler Bedeutung sind, da sie sich hauptsächlich auf das Private-Banking-Geschäft konzentrieren. Zugleich ist der liechtensteinische Bankensektor gut kapitalisiert, wobei die harte Kernkapitalquote (CET1) im Juni 2021 bei 22,3 % lag. Darüber hinaus zeichnet sich der liechtensteinische Bankensektor durch sehr starke Liquiditätsindikatoren aus, wobei das äußerst niedrige Verhältnis von Krediten zu Einlagen von 65 % ein geringes Refinanzierungsrisiko bedeutet.

- f. Angesichts der konservativen Beleihungsquoten bei inländischen Hypothekarkrediten, ihres begrenzten Anteils an den Bankportfolios und der hohen Kapitalausstattung des Bankensektors sind die vom Wohnimmobiliensektor ausgehenden unmittelbaren Risiken für die Finanzstabilität in Liechtenstein gegenwärtig begrenzt. Wenngleich sich der Arbeitsmarkt in Liechtenstein in Zeiten der Rezession in den letzten Jahrzehnten als widerstandsfähig erwiesen hat und das Vermögen der privaten Haushalte nach wie vor relativ hoch ist, macht die bereits hohe und steigende Verschuldung der privaten Haushalte diesen Sektor dennoch anfällig für unerwartete makroökonomische Schocks. Bei steigender Arbeitslosigkeit und/oder sinkenden Einkommen der privaten Haushalte könnte der Schuldendienst für einige Haushalte im Vergleich zur aktuellen Situation schwieriger werden. Die damit verbunden negativen Auswirkungen auf Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte könnten die ursprünglichen makroökonomischen Schocks verstärken, wenn Haushalte gezwungen sind, ihren Konsum einzuschränken, um ihre Schulden zu bedienen. Dies könnte zu Zweitrundeneffekten und einem Anstieg der Risiken für Kreditinstitute und das Finanzsystem führen <sup>(7)</sup>.
- g. Der ESRB erkennt an, dass in Liechtenstein mehrere Maßnahmen zur Verringerung der derzeitigen Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors ergriffen wurden; hierzu zählen insbesondere die Einführung der Beleihungsgrenze von 80 %, die Anforderung, Immobilienkredite innerhalb der ersten 20 Jahre soweit zu tilgen, dass die Beleihungsquote höchstens 66 % beträgt, und höhere Risikogewichte für Immobilienkredite für Banken, die den Standardansatz für die Berechnung der Eigenmittelanforderungen anwenden <sup>(8)</sup>. Zugleich setzt die FMA die Empfehlung ESRB/2016/14 des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken um <sup>(9)</sup>. Die neuen Daten, die im zweiten Halbjahr 2022 verfügbar sein werden, dürften die Analyse der Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors in Liechtenstein weiter verbessern.
- h. Mit Blick auf die künftige Entwicklung und unter Berücksichtigung des mittelfristigen Risikoausblicks wird der aktuelle makroprudenzielle Policy-Mix zum Teil als angemessen und zum Teil als ausreichend erachtet. Angesichts der bereits hohen und steigenden Verschuldung der privaten Haushalte und des erheblichen Anteils von Haushalten, die anfällig für unerwartete negative Schocks sind, sollte die bestehende Beleihungsgrenze durch einkommensabhängige kreditnehmerbasierte Maßnahmen flankiert werden, um eine weitere Verschärfung der Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors zu vermeiden. Zu diesem Zweck muss möglicherweise eine Rechtsgrundlage für kreditnehmerbasierte Instrumente geschaffen werden, die den nationalen Behörden ausreichende Flexibilität verschafft, um die Anfälligkeiten des Wohnimmobiliensektors in Liechtenstein zu beseitigen.
- (8) Bei der Einführung von Maßnahmen zur Beseitigung der festgestellten Anfälligkeiten sollte im Rahmen von deren Kalibrierung und schrittweisen Umsetzung berücksichtigt werden, in welcher Phase des Wirtschafts- und Finanzzyklus sich Liechtenstein befindet und welche möglichen Folgen sich im Hinblick auf die damit verbundenen Kosten und Vorteile ergeben —

HAT FOLGENDE WARNUNG AUSGEGEBEN:

Der ESRB hat gewisse mittelfristige Anfälligkeiten im Wohnimmobiliensektor Liechtensteins als eine Ursache für Systemrisiken für die Finanzstabilität festgestellt, die möglicherweise schwerwiegende negative Folgen für die Realwirtschaft nach sich ziehen könnten. Hauptanfälligkeiten aus makroprudenzieller Sicht sind nach Auffassung des ESRB die hohe und zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte bei gleichzeitigem Fehlen einkommensabhängiger kreditnehmerbasierter Maßnahmen zur Eindämmung der weiteren Anhäufung von Risiken im Zusammenhang mit dem Wohnimmobiliensektor.

Geschehen zu Frankfurt am Main am 2. Dezember 2021.

*Leiter des ESRB-Sekretariats,  
im Auftrag des Verwaltungsrats des ESRB,  
Francesco MAZZAFERRO*

<sup>(7)</sup> Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass solche prozyklischen Auswirkungen eines Abschwungs im Finanzzyklus in Liechtenstein im Vergleich zu anderen EWR-Ländern erheblich schwächer wären, da die Binnennachfrage in der äußerst kleinen und offenen Wirtschaft Liechtensteins eine relativ geringe Rolle spielt. Selbst ein deutlicher Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte hätte somit äußerst geringe Auswirkungen auf die Nachfrage, sodass die Folgen für die Gesamtwirtschaft begrenzt blieben.

<sup>(8)</sup> Alle Banken in Liechtenstein wenden den Standardansatz für die Berechnung der Eigenmittelanforderungen an.

<sup>(9)</sup> Empfehlung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 31. Oktober 2016 zur Schließung von Lücken bei Immobiliendaten (ESRB/2016/14) (ABl. C 31 vom 31.1.2017, S. 1).