



# Financial Stability Report 2024

Zusammenfassung

5. November 2024

## Vorwort

---

Die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA) präsentiert hiermit ihren siebten jährlichen Bericht zur Finanzstabilität, der eine umfassende Analyse des Finanzsektors des Landes enthält. Da Liechtenstein über keine nationale Zentralbank verfügt, kommt das gesetzliche Mandat zur Gewährleistung der Finanzstabilität in Liechtenstein gemäss Finanzmarktaufsichtsgesetz (Art. 4 FMAG) der FMA zu.

Die globale Wirtschaft hat sich im vergangenen Jahr aufgrund der hohen Zinssätze und zunehmenden geopolitischen Spannungen weiter abgeschwächt. Die makroökonomischen Entwicklungen sind auch im Finanzsektor spürbar, wobei beispielsweise die Zinsmargen in den letzten Monaten bereits deutlich gesunken sind. Obwohl der liechtensteinische Finanzsektor stabil bleibt, ist es zentral, die globalen Trends genau zu beobachten und die identifizierten Risiken zu adressieren, um die langfristige Stabilität zu gewährleisten. Der Bericht identifiziert und bewertet die systemischen Risiken, denen der Finanzsektor Liechtensteins ausgesetzt ist, weist auf Ungleichgewichte hin und erörtert, wie die Risiken entsprechend adressiert werden. Zudem bietet dieser Bericht verschiedene Empfehlungen an die Behörden sowie den Finanzsektor, um die identifizierten systemischen Risiken effektiv zu adressieren.

Abschliessend bestätigt unsere Analyse die anhaltende Stabilität und Solidität des liechtensteinischen Finanzsektors, wobei die systemischen Risiken weiterhin begrenzt bleiben. Angesichts zunehmender globaler Unsicherheiten, geopolitischer Spannungen und finanzieller Turbulenzen ist es jedoch entscheidend, starke Kapitalpuffer und eine hohe Widerstandsfähigkeit innerhalb des Finanzsektors beizubehalten. Zu diesem Zweck stehen den nationalen Behörden eine Vielzahl von makroprudenziellen Instrumenten zur Verfügung, die sie weiterhin nach Bedarf nutzen werden, um die Finanzstabilität auch langfristig zu gewährleisten.

Handwritten signature of Mario Gassner in black ink.

Mario Gassner  
Vorsitzender der Geschäftsleitung

Handwritten signature of Martin Gächter in black ink.

Martin Gächter  
Leiter Finanzstabilität

## Zusammenfassung und Risiken

---

**Obwohl sich die Finanzstabilitätsrisiken vor dem Hintergrund der geldpolitischen Lockerungen leicht verringert haben, bleibt der Ausblick aufgrund der anhaltenden Inflation und der Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung angespannt.** Im vergangenen Jahr verzeichnete die Weltwirtschaft ein schwaches Wachstum und war von hoher Unsicherheit geprägt, insbesondere in den wichtigsten Volkswirtschaften, die von höheren Zinsen betroffen waren. Auch der Welthandel stagnierte, insbesondere in entwickelten Volkswirtschaften, wo die Industriesektoren unter einer schleppenden Investitionstätigkeit und schwacher Nachfrage litten. Trotz dieser Herausforderungen erwiesen sich die Arbeitsmärkte, aufgrund der demografischen Trends und dem Arbeitskräftemangel, die die Arbeitslosenquoten niedrig hielten, als widerstandsfähig. Obwohl die Inflation deutlich zurückgegangen ist, liegt sie weiterhin über den Zielvorgaben der Zentralbanken. Das anhaltende Lohnwachstum trägt weiterhin zu einem erhöhten Inflationsdruck bei und könnte somit weitere Zinssenkungen verzögern. Insgesamt haben sich die globalen Finanzstabilitätsrisiken im vergangenen Jahr jedoch nicht materialisiert und der Ausblick könnte sich mit dem prognostizierten Rückgang der Zinssätze weiter aufhellen.

**Die schwache Auslandsnachfrage und die zunehmenden geopolitischen Spannungen stellen die liechtensteinische Wirtschaft vor Herausforderungen, die sich auch anhand der anhaltend schwachen Wirtschaftsindikatoren zeigen.** Dennoch bleibt der Arbeitsmarkt robust, geprägt von niedriger Arbeitslosigkeit und einer hohen Zahl offener Stellen, da die Unternehmen Schwierigkeiten haben, qualifizierte Arbeitskräfte zu finden. Während der Welthandel und die ausländische Nachfrage schwach bleiben, gibt es in den letzten Monaten erste positive Anzeichen für ein wachsendes reales Exportwachstum. Allerdings könnte der zunehmende Trend zum Protektionismus den Marktzugang für den exportorientierten Industriesektor gefährden. Die öffentlichen Finanzen Liechtensteins stellen eine wesentliche Stärke dar, da das Land schuldenfrei ist und stetige Haushaltsüberschüsse erzielt. Die eingeschränkte Datenverfügbarkeit erschwert weiterhin tiefere wirtschaftliche Analysen, jedoch dürfte die Mitgliedschaft Liechtensteins beim Internationalen Währungsfonds (IWF) die makroökonomischen Datenlage in Zukunft verbessern.

**Die Finanzmärkte bleiben aufgrund der hohen Aktienbewertungen weiterhin anfällig für Korrekturen.** In den letzten Monaten haben die Zentralbanken begonnen, ihre Geldpolitik aufgrund der sinkenden Inflation zu lockern. Herausforderungen bleiben jedoch weiterhin bestehen, da die Kerninflation in den wichtigen Volkswirtschaften wie den USA und dem Euroraum weiterhin über den Zielwerten liegt. Diese geldpolitische Wende erfolgt vor dem Hintergrund eines nachlassenden Wirtschaftswachstums, was das Gleichgewicht zwischen der Inflationsbekämpfung und der Konjunkturunterstützung erschwert. Während sich die langfristigen Anleiherenditen stabilisiert haben oder gesunken sind, haben sich die Aktienmärkte als widerstandsfähig erwiesen und seit Anfang 2023 starke Gewinne erzielt. Allerdings hat die jüngste Volatilität die Anfälligkeit der Märkte angedeutet. Darüber hinaus hat der Schweizer Franken aufgrund unterschiedlicher geldpolitischer Massnahmen weiter an Wert gewonnen, was trotz der Stabilität des realen effektiven Wechselkurses Herausforderungen für exportabhängige Sektoren mit sich bringt.

**Während sich die europäischen Immobilienmärkte stabilisieren, bleibt die Verwundbarkeit, insbesondere für Haushalte mit niedrigem Einkommen und variabel verzinsten Hypotheken, hoch.** Das Volumen der inländischen Hypothekarkredite hat in den letzten Quartalen weiter zugenommen, wenngleich die Verschuldungsquote der Haushalte auf einem hohen Niveau leicht rückläufig ist. Seit Beginn der geldpolitischen Straffung im Jahr 2022 hat die Schuldenlast der Haushalte zugenommen. Zunächst führte der Anstieg der Zinssätze bei Neukrediten zu einer Präferenz für variable oder kurzfristig festverzinsliche Hypotheken. Seit Ende 2023 hat sich dieser Trend jedoch umgekehrt, da langfristige Festzinshypotheken aufgrund der

inversen Zinsstrukturkurve günstiger sind als variable Kredite. Der Grossteil der bestehenden Hypothekarkredite in Liechtenstein sind festverzinslich, was die Auswirkungen von steigenden Hypothekarzinsen begrenzt. Gewerbliche Immobilienkredite machen hingegen nur einen kleinen Teil des Hypothekarportfolios der Banken aus und zeichnen sich durch stabile Kreditvergabestandards sowie eine gute Vermögensqualität aus.

**Die Adressierung institutioneller und reputationsbezogener Risiken bleibt für den Finanzsektor Liechtensteins von entscheidender Bedeutung.** Während die enge Integration mit der EU und der Schweiz ein grosser Vorteil ist, bringt sie auch Risiken mit sich, die eine enge Zusammenarbeit und regelmässige Koordination mit den Schweizer und EU-Behörden erfordern. Darüber hinaus impliziert der Währungsraum mit der Schweiz auch, dass Liechtenstein mangels einer eigenen Zentralbank keinen institutionalisierten Kreditgeber der letzten Instanz hat. In diesem Zusammenhang ist der kürzlich erfolgte Beitritt Liechtensteins zum IWF von grossem Nutzen, da er unter bestimmten Umständen in einer Krise den Zugang zu zusätzlichen finanziellen Ressourcen ermöglicht. Angesichts der Ausrichtung des Finanzsektors auf Private Banking und internationale Vermögensverwaltung sowie der Zunahme geopolitischer Spannungen sind die strikte Einhaltung internationaler Standards und ein proaktives Management von Reputationsrisiken von zentraler Bedeutung.

**Cyberisiken werden für den Finanzsektor zunehmend häufiger und komplexer, was regulatorische Massnahmen erforderlich macht, um die Stabilität und Widerstandsfähigkeit des Finanzplatzes zu gewährleisten.** Die FMA hat Leitlinien für die rechtzeitige Meldung signifikanter Cyber-Vorfälle aufgestellt. Der relevante EU-Regulierung («Digital Operational Resilience Act», DORA), die Anfang 2025 auf EU-Ebene in Kraft tritt, zielt darauf ab, die operationelle Resilienz von Finanzinstituten in ganz Europa zu stärken, wobei auch Liechtenstein eine zeitnahe Umsetzung plant. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) hat daher empfohlen, das systemische Cyber-Risiko in die makroprudenzielle Politik zu integrieren und ein EU-weites Rahmenwerk («Systemic Cyber Incident Coordination Framework») für koordinierte Massnahmen im europäischen Wirtschaftsraum einzurichten.

**Klimabedingte Risiken können die Finanzstabilität sowohl durch physische als auch durch Transitionsrisiken gefährden.** Physische Risiken entstehen durch extreme Wetterereignisse, die Vermögenswerte beschädigen, während Transitionsrisiken aus dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft resultieren, die potenziell den Wert von klimaschädlichen Investitionen sowie den Finanzsektor im Allgemeinen beeinflussen könnte. Die Bewertung dieser Risiken gestaltet sich in Liechtenstein aufgrund unzureichender Daten als komplex. Internationale Bemühungen, darunter die EU-Taxonomieverordnung, die Investitionen in nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten fördert, sowie die Analyse systemischer Klimarisiken durch den ESRB, zielen darauf ab, das Verständnis und das Management klimabezogener Finanzstabilitätsrisiken zu verbessern. Die FMA hat ihren aufsichtsrechtlichen Ansatz für Nachhaltigkeitsrisiken, mit einem Fokus auf Transparenz, Risikomanagement und der Bekämpfung von Greenwashing, verbessert, und entwickelt zudem Leitlinien für Nachhaltigkeitsprüfungen, um sich an die Datenstandards anzupassen.

**Der Bankensektor in Liechtenstein befindet sich weiterhin auf Wachstumskurs und verfügt über eine starke Kapitalausstattung sowie robuste Liquiditätskennzahlen.** Allerdings stellt die Profitabilität eine Herausforderung dar, da steigende operative Kosten das Einkommenswachstum einiger Banken übersteigen, was zu einem Anstieg des Kosten-Ertrags-Verhältnisses führt. Darüber hinaus werden die sinkenden Zinssätze die Profitabilität in den kommenden Quartalen weiter dämpfen, da auch die Zinsmargen zurückgehen werden. Die anhaltende Konsolidierung innerhalb des Sektors hat die Heterogenität zwischen den Banken erhöht, wobei grössere Banken von Skaleneffekten profitieren, während kleinere Banken in einem komplexen regulatorischen Umfeld Schwierigkeiten haben, profitabel zu bleiben.

**Kleinere Banken stehen zunehmend vor Herausforderungen durch hohe regulatorische Anforderungen und sinkende Profitabilität.** Kleinere Banken sind einem höheren operationellen Risiko ausgesetzt, insbesondere aufgrund begrenzter Ressourcen und/oder ihrer Abhängigkeit von externen Dienstleistern für IT- und Compliance-Funktionen, was ihre Anfälligkeit erhöht. Darüber hinaus machen strenge regulatorische Vorgaben im Zusammenhang mit Sanktionen und der Bekämpfung von Geldwäsche die Einhaltung der Vorschriften komplexer und anspruchsvoller. Die FMA überwacht diese Entwicklungen genau, um eine übermässige Risikobereitschaft zu verhindern und die allgemeine Stabilität und Integrität des Bankensektors, insbesondere bei kleineren Banken, sicherzustellen. Der Fokus liegt weiterhin auf einem ausgewogenen Verhältnis zwischen Wachstum und umsichtigem Risikomanagement, um die Stabilität des Finanzsektors auch langfristig sicherzustellen.

**In den letzten zwei Jahren war der Versicherungssektor stark von steigenden Zinsen und hoher Inflation betroffen.** Während die höheren Zinssätze zunächst zinssensitive Vermögenswerte wie Anleihen belasteten, profitierten die Versicherer nachfolgend von einer Verbesserung der langfristigen Anlageerträge und der Attraktivität von Sparprodukten. Die Inflation führte aber auch zu einem Anstieg der versicherungstechnischen Rückstellungen, was die Versicherungen, insbesondere im Schadensversicherungsbereich, dazu veranlasste, die Prämien zu erhöhen, um höhere künftige Schäden aufzufangen. Der liechtensteinische Versicherungssektor, der stark vom Ausland abhängig ist, verzeichnete im letzten Jahr ein leichtes Prämienwachstum, hatte jedoch mit Profitabilitäts Herausforderungen zu kämpfen, da die Eigenkapitalrendite (RoE) insbesondere aufgrund spezifischer gruppenweiter Strategien unter dem europäischen Durchschnitt lag. Trotz der niedrigen Eigenkapitalrendite erwies sich der Sektor als widerstandsfähig, untermauert durch vorteilhafte kombinierte Schaden-Kosten-Quoten im Nichtlebensbereich. Zudem weist der Sektor weiterhin eine solide Kapitalisierung auf.

**Im Jahr 2023 erholte sich die öffentliche Pensionsvorsorge (erste Säule) nach einem herausfordernden Vorjahr und erzielte dank günstiger Marktentwicklungen positive Renditen auf die Finanzreserven.** Zwar besteht weiterhin eine Finanzierungslücke zwischen den Einnahmen und Ausgaben der AHV, die starke Anlageperformance trug dennoch zur Stabilisierung der Finanzreserven bei. Langfristig bleiben Herausforderungen bestehen, da das Verhältnis von Rentnern zu Erwerbstätigen weiter ansteigt. Im Bereich der betrieblichen Altersvorsorge (zweite Säule) haben verbesserte Anlageerträge die Deckungsgrade gestärkt, auch wenn mögliche Marktschwankungen weiterhin ein Risiko darstellen. Um die Nachhaltigkeit der öffentlichen Pensionsvorsorge und der betrieblichen Altersvorsorge zu sichern, hat die Regierung vor kurzem Reformen initiiert, mit einem besonderen Fokus auf die Lösung von Umverteilungsproblemen und den zukünftigen demografischen Veränderungen.

**Der Investmentfondssektor in Liechtenstein verzeichnete ein hohes Wachstum, das hauptsächlich von alternativen Investmentfonds (AIFs) getrieben wurde.** Während AIFs in Europa zunehmend an Beliebtheit gewinnen, äussern EU-Behörden Bedenken hinsichtlich potenzieller Finanzstabilitätsrisiken aufgrund von Liquiditätsinkongruenzen und der Hebelfinanzierung («Leverage») innerhalb dieser Fonds. Die liechtensteinischen AIFs gelten jedoch als risikoarm, mit nur geringen Positionen in illiquide Vermögenswerte wie Unternehmensanleihen und Immobilien. Obwohl im inländischen Sektor keine nennenswerten Liquiditätsinkongruenzen bestehen, stellt die mangelnde Transparenz der Dachfondsstrukturen eine wesentliche Herausforderung dar, da sie eine vollständige Bewertung der zugrunde liegenden Risiken erschwert.

**Die makroprudenziellen Behörden in Liechtenstein setzten ihre Arbeit zur Minderung systemischer Risiken und zur Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors durch einen umfassenden Massnahmenmix fort.** Diese Instrumente umfassen kapitalbasierte, kreditgeberbasierte und

kreditnehmerbasierte Massnahmen, die darauf abzielen, die allgemeine Risikotragfähigkeit des Finanzsektors, insbesondere im Hinblick auf den Immobilienmarkt, zu stärken. Kapitalbasierte Massnahmen umfassen einen Kapitalpuffer für andere systemrelevante Institute (O-SII), um die Verlustabsorptionsfähigkeit der drei inländischen systemrelevanten Banken zu verbessern, sowie einen sektoralen Systemrisikopuffer, der auf Immobilienrisiken abzielt, die sich aus der hohen Verschuldung der privaten Haushalte ergeben. Zur Umsetzung der Empfehlung des Ausschusses für Finanzmarktstabilität (AFMS), sowie unter Berücksichtigung der Warnung des ESRB, hat die FMA die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an nachhaltige Wohnimmobilienfinanzierungen konkretisiert, indem die bestehenden kreditnehmerbezogenen Massnahmen angepasst wurden. Zu den jüngsten politischen Entwicklungen zählt auch die Überarbeitung des nationalen Rechtsrahmens für den Bankensektor. Ziel ist es, die Einhaltung der Basel-III-Standards sicherzustellen und durch die Einführung einer neuen Struktur für relevante Rechtsakte die Transparenz im Bankensektor zu verbessern. Darüber hinaus hat Liechtenstein das Abwicklungsrahmenwerk weiter gestärkt, um ein effektives Management von in Schieflage geratenen Finanzinstituten sicherzustellen. Hierzu werden einer soliden Planung und Vorbereitung auf Krisensituationen eine besonders hohe Bedeutung beigemessen. Im Rahmen der internationalen Zusammenarbeit engagiert sich Liechtenstein auch aktiv im ESRB und ist kürzlich dem IWF beigetreten, um seine Finanzstabilität weiter zu stärken.

## Empfehlungen

---

Angesichts der erheblichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit makrofinanziellen und geopolitischen Entwicklungen sowie der identifizierten systemischen Risiken empfiehlt die FMA die folgenden Massnahmen:

- Die liechtensteinischen Behörden sollten eine enge Zusammenarbeit mit den Schweizer und EU-Behörden fortsetzen, um institutionelle und reputationsbezogene Risiken effektiv zu adressieren.
- Finanzinstitute sollten regelmässig ihre Governance- und internen Kontrollstandards überprüfen, um eine konsequente Einhaltung europäischer und internationaler Standards, einschliesslich ausländischer Sanktionen, sicherzustellen, da ihre Nichteinhaltung sowohl idiosynkratische als auch systemische Risiken implizieren kann. In diesem Zusammenhang könnten gezielte regulatorische Anpassungen sowohl die Rechtssicherheit für Marktteilnehmer als auch die Durchsetzungsbefugnisse der Behörden weiter stärken.
- Der Finanzsektor sollte, insbesondere im Kontext zunehmender geopolitischer Spannungen, verstärkte Anstrengungen unternehmen, um die wachsenden Herausforderungen durch Cyber-Risiken zu bewältigen.

Vor dem Hintergrund des schwachen Profitabilitätsausblicks und der identifizierten Risiken empfiehlt die FMA dem Bankensektor, sich auf folgende Massnahmen zu konzentrieren:

- Fortführung der Adressierung von Kostenineffizienzen und Stärkung der strukturellen Effizienz, um die langfristige Profitabilität zu gewährleisten.
- Sicherstellung nachhaltiger Kreditvergabestandards, insbesondere im Immobilien- und grenzüberschreitenden Kreditgeschäft.
- Aufrechterhaltung einer soliden Kapitalausstattung und Liquiditätsposition sowohl unter normalen Bedingungen als auch in Krisenszenarien.

- Die Weiterentwicklung von Abwicklungsplänen sowie Sanierungsplänen und -optionen in enger Zusammenarbeit mit der FMA. Dies trägt zur Stärkung eines wirksamen Krisenmanagements bei – insbesondere auch in Hinblick auf grenzüberschreitende Aktivitäten.

Angesichts der Anfälligkeit der Finanzmärkte für Korrekturen empfiehlt die FMA folgende Massnahmen für den Nichtbankensektor:

- Im Versicherungssektor sollte der Fokus auf der Sicherstellung einer angemessenen Profitabilität, kombinierter Schaden-Kosten-Quoten und Solvabilität liegen, um langfristige Risiken im Geschäftsmodell und auf den Finanzmärkten effektiv zu bewältigen.
- Pensionskassen sollten ihre langfristige Rentabilität sicherstellen, indem sie nachhaltige Umwandlungssätze und angemessene technische Zinssätze gewährleisten, um ihren Deckungsgrad zu schützen.
- Investmentfonds sollten Liquiditätspuffer sicherstellen, um bei Marktabschwüngen mögliche Verkäufe ihrer Kunden erfüllen zu können, und gleichzeitig potenzielle Greenwashing-Risiken adressieren.

Aufgrund der systemischen Risiken im liechtensteinischen Finanzsektor empfiehlt die FMA den zuständigen nationalen Behörden folgende Massnahmen:

- Die Behörden sollten die Einhaltung internationaler und europäischer Standards in der laufenden Regulierungsarbeit weiterhin sicherstellen. Darüber hinaus sollten Massnahmen diskutiert und umgesetzt werden, die die Einhaltung ausländischer Sanktionen gewährleisten, insbesondere dort, wo die Nichteinhaltung erhebliche Risiken für die Finanzstabilität darstellt.
- Im Kontext des kürzlich erfolgten Beitritts zum IWF sollten die Behörden eng mit dem IWF und den Schweizer Behörden zusammenarbeiten, um die institutionellen Kapazitäten zu verbessern, die Verfügbarkeit makroökonomischer Daten zu erhöhen und den Rahmen für Krisenprävention und -management zu erweitern, um die Vorteile der IWF-Mitgliedschaft voll auszuschöpfen.
- Fortlaufende Bewertung der Verwundbarkeiten im Immobiliensektor und Evaluierung der Wirksamkeit und Effizienz der angepassten kreditnehmerbasierten Massnahmen.
- Weitere Verbesserung von Stresstests und Entwicklung umfassender Liquiditätsstresstests.
- Adressierung der identifizierten Risiken im Treuhandsektor, indem die Aufsichtsbefugnisse gestärkt und ausgewählte regulatorische Anpassungen umgesetzt werden.