

Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2026

DeNederlandscheBank

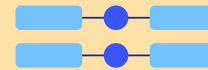
EUROSYSTEM

Inhoudsopgave

Samenvatting



1 Risicobeeld



2 Private credit in opmars



3 Wat betekent de opkomst van stablecoins voor financiële stabiliteit?



Samenvatting

De risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit blijven groot als gevolg van aanhoudende geopolitieke en economische turbulentie.

Al enkele jaren volgen nieuwe schokken elkaar razendsnel op, waarbij de mondiale onzekerheid met het conflict in het Midden-Oosten een nieuw hoogtepunt heeft bereikt. Geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie blijven dan ook de voornaamste risicofactoren voor de financiële stabiliteit. De aanhoudende spanningen in het Midden-Oosten vergroten de kans op economische tegenvallers, vooral via verstoringen van aanvoer- en productieketens en hogere energieprijzen, en hun doorwerking in inflatie en groei. Bovendien is de basis voor internationale samenwerking en beleidscoördinatie versmald, wat de gevolgen van schokken voor de financiële stabiliteit verder kan versterken.

Geopolitieke spanningen en snelle technologische ontwikkelingen vergroten het belang van digitale weerbaarheid voor de financiële sector. Als gevolg van geopolitieke spanningen neemt de kans op cyber- en hybride incidenten toe, wat kan leiden tot verstoringen in de vitale infrastructuur van het financiële systeem. Cyberdreigingen kunnen zich bovendien in hoog tempo voordoen dankzij krachtige (generatieve) AI-modellen. Daardoor neemt de tijd om digitale kwetsbaarheden te adresseren af. Dit legt de lat hoger voor financiële instellingen om kwetsbaarheden snel te verhelpen, tijdig te herstellen en effectief uit te wijken. De winstgevendheid van veel financiële instellingen biedt de ruimte voor de benodigde investeringen in cyberweerbaarheid. Daarnaast is een Europese aanpak van belang, zowel in de ontwikkeling van AI-technologie als in het versterken van internationale informatie-uitwisseling over de kansen en risico's van deze nieuwe (generatieve) AI-modellen.

Ook financiële weerbaarheid blijft belangrijk, temeer omdat op financiële markten de kans op scherpe correcties en hogere rentes is toegenomen. Zo zijn olie- en gasprijzen sinds begin maart ongeveer verdubbeld, wat zich vertaalt in hogere inflatieverwachtingen en rentes op onder meer staatsobligaties. Vooral landen met een hoge schuld zijn in dat kader kwetsbaar. Op aandelenmarkten zijn de verliezen na het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten overigens weer grotendeels goedge maakt. Wel hangt het herstel samen met de verwachting dat het conflict spoedig ten einde komt en dat de economische schade van hogere energieprijzen beperkt blijft.

De mondiale onzekerheid heeft ook zijn weerslag op private creditmarkten, wat het belang onderstreept om goed zicht te hebben op verwevenheden met de financiële sector. Private credit zijn private bedrijfsleningen die door andere instellingen dan banken worden verstrekt. De opkomst van private credit draagt bij aan een verminderde afhankelijkheid van bankfinanciering. Tegelijk nemen de zorgen over deze leningen recentelijk toe. Zo is veelal sprake van weinig zicht op de kredietkwaliteit van private creditleningen en onderlinge verwevenheden binnen het private creditecosysteem. DNB heeft daarom begin dit jaar een gerichte uitvraag gedaan onder de grootste Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. De eerste resultaten laten zien dat de totale private creditblootstelling van de grootste verzekeraars is gestegen naar ruim 16 miljard euro in 2025 (circa 8% van het belegde vermogen). Daarnaast verstrekken Europese banken in beperkte mate leningen aan private creditfondsen. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is het belangrijk om de economische voordelen van private credit te behouden, en risico's te verkleinen via meer transparantie en adequaat risicobeheer. Ook internationale coördinatie van dataverzameling, risico-monitoring en toezicht is belangrijk.

De onzekere omstandigheden onderschrijven het belang van stevige kapitaal- en liquiditeitsbuffers voor de financiële sector. Een stresstest gerelateerd aan het conflict in het Midden-Oosten laat zien dat banken toekomstige verliezen in geval van een langdurige verstoring van energiemarkten kunnen opvangen dankzij hun solide kapitaalbuffers. Bij een langer durend conflict in het Midden-Oosten nemen de risico's wel toe, onder meer in de vorm van grotere kredietverliezen. Ook verzekeraars en pensioenfondsen beschikken over een goede uitgangspositie. Daarbij verloopt de pensioentransitie tot dusver ordelijk, al vraagt de verschuiving van omvangrijke vermogens om blijvende monitoring van mogelijke bewegingen op rentemarkten als gevolg van de afbouw van renteswapposities.

De weerbaarheid van de Nederlandse economie en de financiële sector is een belangrijke beleidsopgave. Voor overheden vraagt de hoge onzekerheid om houdbare overheidsfinanciën. Begrotingsruimte kan dan blijven fungeren als buffer tegen economische schokken. Voor banken is het belangrijk dat ze voldoende kapitaal aanhouden, zodat buffers kunnen worden aangesproken wanneer risico's materialiseren. Om de weerbaarheid en concurrentiekracht te versterken is verdere Europese samenwerking bovendien noodzakelijk. Dit kan onder meer door de interne markt en kapitaalmarkten te verdiepen en versterken. Ten slotte is het van belang dat financiële instellingen zich goed voorbereiden op schokken met scenario-analyses en stresstesten en door geopolitieke risico's stevig te verankeren in hun strategisch en operationeel risicomanagement.

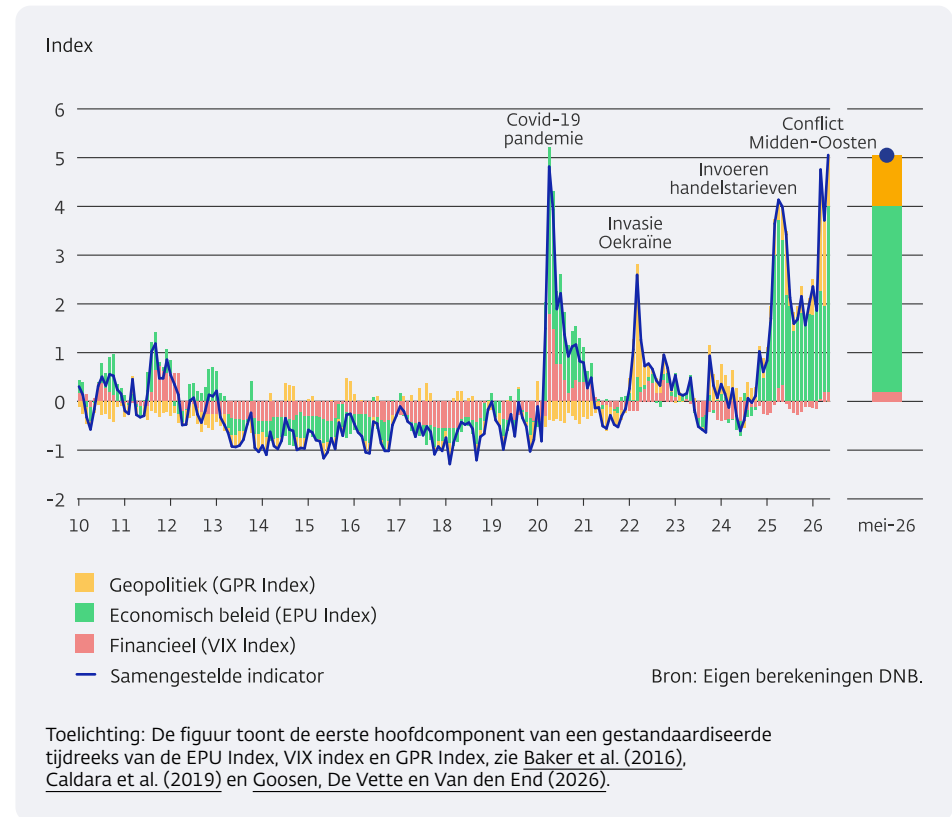
Met een blik op de toekomst besteedt dit OFS ook aandacht aan de snelgroeiende markt voor stablecoins. Stablecoins zijn crypto-activa die hun waarde stabiel proberen te houden ten opzichte van een gangbare valuta, zoals de dollar of de euro, en zijn de afgelopen twee jaar in omvang verdubbeld naar circa 300 miljard dollar. Hoewel de directe blootstellingen van financiële instellingen momenteel gering zijn, nemen de verwevenheden met het financiële stelsel toe naarmate stablecoins verder groeien. In stress-situaties kan dit in de toekomst leiden tot sterkere prijsbewegingen, met name op Amerikaanse staatsobligatiemarkten, en tot verschuivingen in bankdeposito's. Internationale verschillen in regelgeving vergroten daarbij het risico op toezichtarbitrage en grensoverschrijdende overloopeffecten, wat het belang van consistente internationale standaarden onderstreept.

1 Risicobeeld

De risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit blijven verhoogd als gevolg van aanhoudende onzekerheid. Er is nog steeds sprake van “code oranje”. Zo heeft het conflict in het Midden-Oosten de mondiale onzekerheid naar een nieuw hoogtepunt doen stijgen (zie figuur 1). Geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie blijven dan ook de belangrijkste risicofactoren voor de financiële stabiliteit, zoals samengevat in de risicotabel op pagina 6. Geopolitieke spanningen kunnen via verschillende kanalen bestaande risico's vergroten, waaronder cyber- en operationele dreigingen, volatiliteit op financiële markten en schuldhoudbaarheid van overheden. De urgentie met betrekking tot cyberrisico's is recentelijk toegenomen als gevolg van de opkomst van meer geavanceerde (generatieve) AI-modellen zoals Mythos van Anthropic.

De gevolgen van het conflict in het Midden-Oosten leiden tot neerwaartse risico's voor de Nederlandse economie. De aanvoer van olie en gas via de Straat van Hormuz ligt zo goed als stil. Onder normale omstandigheden loopt circa een kwart van de mondiale oliehandel over zee via deze straat (IEA, 2026). Daarnaast heeft een deel van de energieinfrastructuur in het Midden-Oosten schade opgelopen. Hierdoor zal het langer duren voordat de toevoer vanuit de regio weer volledig hersteld is wanneer het conflict is opgelost. Hoewel de fossiele afhankelijkheid van de Nederlandse economie de afgelopen jaren is afgenomen, blijft Nederland aangewezen op geïmporteerde energie. Zo is ongeveer 80% van het Nederlandse energiegebruik afkomstig uit het buitenland (CBS, 2025). De uiteindelijke impact op de economie is afhankelijk van de duur en intensiteit van het conflict. DNB heeft eerder laten zien dat de economische groei circa één procentpunt lager uitvalt in een stressscenario waarin de olieprijs verder stijgt naar 145 dollar per vat. Tegelijk neemt de inflatie dan flink toe (DNB, 2026). Medio juni publiceert DNB nieuwe ramingen.

Figuur 1 Mondiale onzekerheid op historisch hoog niveau



De belangrijkste risico's worden in dit hoofdstuk nader uitgewerkt, waarbij digitale weerbaarheid, financiële markten, schuldhoudbaarheid en financiële instellingen aan bod komen. Het hoofdstuk sluit af met beleidsboodschappen.

Risicotabel Nederlandse financiële stabiliteit

Belangrijkste risico's	Status	Voorbeeld kanaal
Geopolitieke spanningen & geo-economische fragmentatie		Hogere inflatie en lagere groei door verstoring energiemarkt
Cyberdreiging & operationele verstoringen		Uitval betalingsverkeer door AI-gedreven cyberaanvallen
Prijscorrectie op financiële markten		Abrupte koersdalingen door concentratie van risico's
Schuldhoudbaarheid overheden		Financieringsdruk door extra uitgaven en stijgende rente
Kredietverliezen		Toenemende verliezen op private credit blootstellingen
Klimaat en natuur		Grote schade door extreem weer
Herfinanciering en rente		Financieringsproblemen bij bedrijven door abrupte rentestijging
Prijscorrectie woningmarkt		Hogere rente zet vastgoedprijzen onder druk

De risicotabel geeft een overzicht van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit op de korte tot middellange termijn. De kleur van de bol geeft de status van het risico in verhouding tot het langjarige gemiddelde weer: beperkt verhoogd of in lijn met langjarige ontwikkeling (grijs), verhoogd (geel) en sterk verhoogd (rood). De toelichting beschrijft een voorbeeld van een kanaal waardoor het risico de financiële stabiliteit kan raken.

Geopolitieke en AI-gedreven cyberrisico's zetten de digitale weerbaarheid onder druk

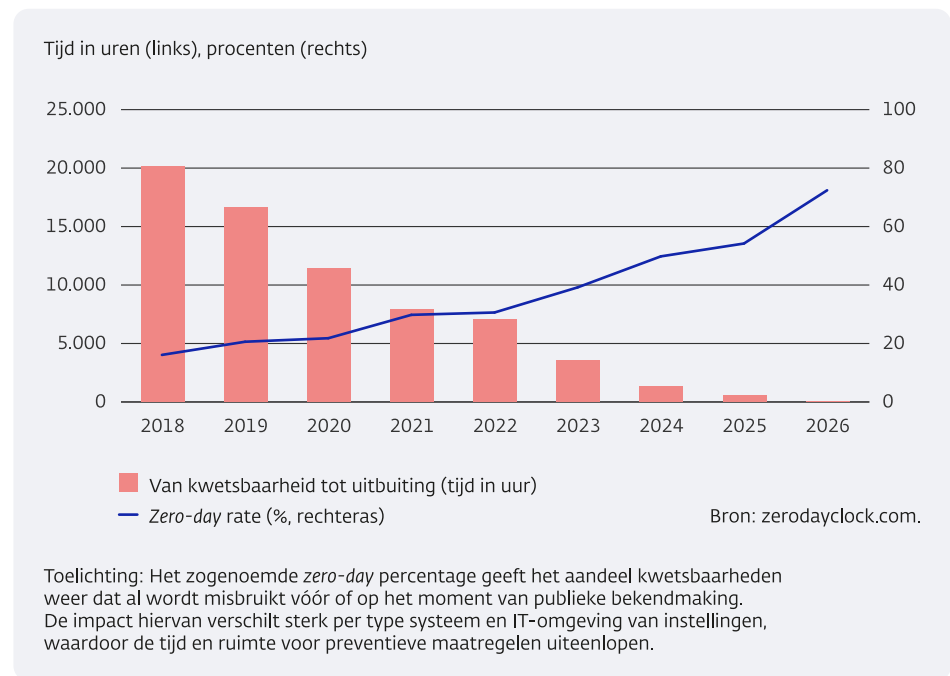
Geopolitieke conflicten leiden steeds vaker tot hybride en digitale dreigingen die directe gevolgen kunnen hebben voor de financiële sector. De Nederlandse financiële sector is voor haar kernprocessen sterk afhankelijk van externe en buitenlandse IT-dienstverleners. Daardoor kunnen cyberaanvallen op derde partijen in het buitenland, samenhangend met geopolitieke conflicten, ook Nederland raken (DNB, 2025). De cyberaanval op de Israëlische dienstverlener Verifone in maart 2026 – die meerdere Nederlandse betaalinstanties bedient – heeft dit bijvoorbeeld laten zien. Hoewel de aanval geen impact had op Nederlandse instellingen, benadrukt de aard van het incident dat buitenlandse conflicten via het digitale domein relevant zijn voor de Nederlandse financiële sector.

Bovendien is – mede door de snelle ontwikkeling van AI – sprake van een structurele verschuiving in het cyberdreigingslandschap. De tijd wordt steeds korter tussen het moment waarop een kwetsbaarheid in software wordt ontdekt en het moment waarop daar misbruik van gemaakt wordt. Waar deze periode tot enkele jaren geleden nog maanden of weken bedroeg, kan dit inmiddels binnen uren of zelfs minuten plaatsvinden (zie figuur 2). Hoewel dergelijke AI-toepassingen ontwikkelaars kunnen helpen om de weerbaarheid te vergroten, kunnen ze ook door kwaadwillenden worden gebruikt om kwetsbaarheden snel en op grote schaal te vinden en uit te buiten. Zo lijken nieuwe (generatieve) AI-modellen digitale kwetsbaarheden in IT-systemen niet alleen zelfstandig te kunnen identificeren, maar ook potentiële aanvalstechnieken sneller en meer geautomatiseerd te kunnen genereren. Vanwege deze snelle ontwikkelingen blijft onzeker welke impact dergelijke AI-modellen hebben op de aard, schaal en complexiteit van cyberaanvallen. Nauwe en continue monitoring is daarom essentieel.

Tegen deze achtergrond is het belangrijk dat financiële instellingen prioriteit blijven geven aan het versterken van de digitale weerbaarheid. De opkomst van meer geavanceerde (generatieve) AI-modellen legt de lat hoger voor financiële instellingen om over voldoende capaciteit en de juiste

middelen te beschikken om kwetsbaarheden snel te verhelpen, tijdig te herstellen en effectief uit te wijken. Dit past binnen het bredere kader voor digitale operationele weerbaarheid zoals vastgelegd in de *Digital Operational Resilience Act* (DORA). De huidige gezonde winstgevendheid van veel financiële instellingen biedt ook ruimte voor investeringen in cyberweerbaarheid. Daarnaast onderstreept de sterke afhankelijkheid van niet-Europese aanbieders van (generatieve) AI-toepassingen de noodzaak voor een grotere mate van digitale autonomie op Europees niveau. DNB heeft eerder dit jaar – samen met de AFM – concrete adviezen daartoe gepubliceerd, waaronder de ontwikkeling van volwaardige Europese alternatieven (DNB, 2026). Bovendien vraagt effectieve weerbaarheid rond (generatieve) AI-modellen om een gecoördineerde Europese aanpak, waarin onder meer de inzet van AI-gestuurde defensieve toepassingen en intensievere internationale informatie-uitwisseling centraal staan.

Figuur 2 Cybersecurity kwetsbaarheden worden steeds sneller uitgebuit



De geopolitieke onrust verstoort mondiale energie- markten en werkt door in inflatieverwachtingen

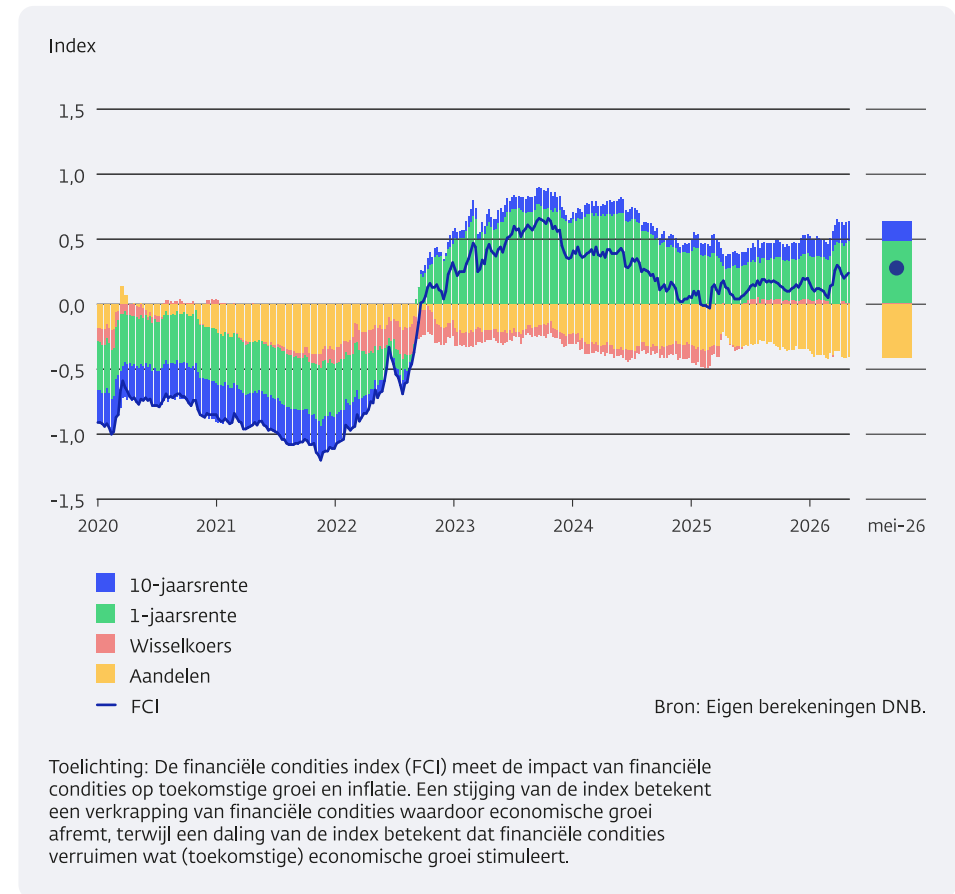
Als gevolg van het conflict in het Midden-Oosten zijn olie- en gasprijzen gestegen. Sinds de uitbraak van het conflict is de Brentolieprijs, de belangrijkste maatstaf voor Europa, met circa 45% gestegen naar iets meer dan 100 dollar per vat. Daarbij blijft het risico op verdere prijsstijgingen – ondanks het staakt-het-vuren en de onderhandelingen tussen de VS en Iran – volgens beleggers reëel (zie figuur 3). Ook de Europese gasprijs is toegenomen (+50%), al ligt het huidige niveau van 46 euro per megawattuur (MWh) nog ruim onder de piek van na de Russische invasie van Oekraïne (339 euro per MWh). De sterke prijsbewegingen vergroten de kans op hogere margeverplichtingen en liquiditeitsbehoeften bij marktpartijen op de olie- en gasmarkt (ECB, 2022), al zijn zij tot op heden goed in staat gebleken om aan deze margeverplichtingen te voldoen. Toch blijft de Europese gasmarkt kwetsbaar door relatief lage voorraden en de afhankelijkheid van import.

Figuur 3 Kans op hogere olieprijs in de komende 6 maanden significant toegenomen sinds het conflict



Als gevolg van de hogere energieprijzen nemen korte termijn inflatieverwachtingen toe, wat doorwerkt in rentes. Zo wijzen inflatieswaps erop dat de inflatie in de eurozone naar verwachting oploopt van 2,6% in maart naar circa 3,5% begin 2027. Wel lopen de inflatieverwachtingen daarna weer snel terug, waarmee deze op middellange termijn verankerd blijven rond de 2%-inflatiedoelstelling van de ECB. Daarmee verwachten beleggers dat energieprijzen relatief snel weer normaliseren. Als gevolg van hogere inflatieverwachtingen, en de druk van het conflict in het Midden-Oosten op overheidsfinanciën, zijn de rentes op staatsobligaties gestegen. Zo is de rente op tweejaars-staatsobligaties in de eurozone sinds het uitbreken van het conflict eind februari gemiddeld met circa 70 basispunten gestegen, terwijl de gemiddelde tienjaarsrente met ongeveer 45 basispunten is toegenomen. De mate waarin rentes zijn opgelopen, verschilt tussen landen. Zo is de rente-opslag op Franse tienjaarsobligaties ten opzichte van Duitsland met circa 20 basispunten gestegen. Voor Nederland is de rente-opslag slechts met enkele basispunten toegenomen. Als gevolg van de rentestijgingen zijn de financiële condities momenteel krappert dan gemiddeld (zie figuur 4). Dit blijkt ook uit de kredietverlening, waar banken hun kredietstandaarden voor leningen hebben aangescherpt (ECB, 2026).

Figuur 4 Financiële condities zijn – mede door oplpende rentes – verkrapt



Hogere rentes gaan gepaard met structurele kwetsbaarheden op obligatiemarkten

Verschillende factoren vergroten de onzekerheid over de financieringscondities van overheden. Zo geven veel overheden meer kortlopende schuld uit. Dit drukt weliswaar de rentelasten op korte termijn, maar vergroot de herfinancieringsbehoefte en daarmee de gevoeligheid voor veranderingen in het sentiment op obligatiemarkten. Hoewel risicopremies slechts beperkt zijn opgelopen sinds de start van het conflict, blijven vooral landen met een hoge schuld in dat kader kwetsbaar. Zo bedraagt de gecombineerde rente- en aflossingslast van Italië en Frankrijk komend jaar bijna 20% van het bbp, tegenover minder dan 7% in Nederland. Daarnaast kunnen veranderingen in de investeerdersbasis de financieringscondities beïnvloeden. Staatsobligaties worden steeds vaker aangehouden en verhandeld door niet-bancaire financiële instellingen zoals hedgefondsen. Deze instellingen hanteren doorgaans een kortere beleggingshorizon en maken vaker gebruik van hefboomfinanciering, wat rentebewegingen kan versterken (DNB, 2025; BIS, 2025). Tegelijkertijd bestaat in Europa onzekerheid over de vraag van institutionele beleggers naar langlopende overheidsschuld, zoals Nederlandse pensioenfondsen in het kader van de pensioentransitie. Tot dusver zijn echter geen grote verschuivingen in het beleggingsbeleid van deze fondsen zichtbaar (zie 'Box 1 Pensioentransitie heeft impact op swapmarkten, maar geleidelijke aanpassing zorgt voor ordelijke marktbevingen').

Ook de verzwakking van democratische en onafhankelijke instituties vormt een risico voor obligatiemarkten. Afnemend vertrouwen in de onafhankelijkheid van centrale banken kan zich bijvoorbeeld vertalen in hogere inflatieverwachtingen en meer volatiliteit op obligatiemarkten. Vooralsnog zijn de gevolgen voor de dollar of Amerikaanse staatsobligaties (*Treasuries*) beperkt gebleven. De dominante rol van de dollar in het internationale betalingsverkeer en de diepte van Amerikaanse kapitaalmarkten steunen de wereldwijde vraag naar dollars. Wel zijn Nederlandse pensioenfondsen in 2025 meer in Europese staatsobligaties gaan beleggen en minder in *Treasuries* (DNB, 2026).

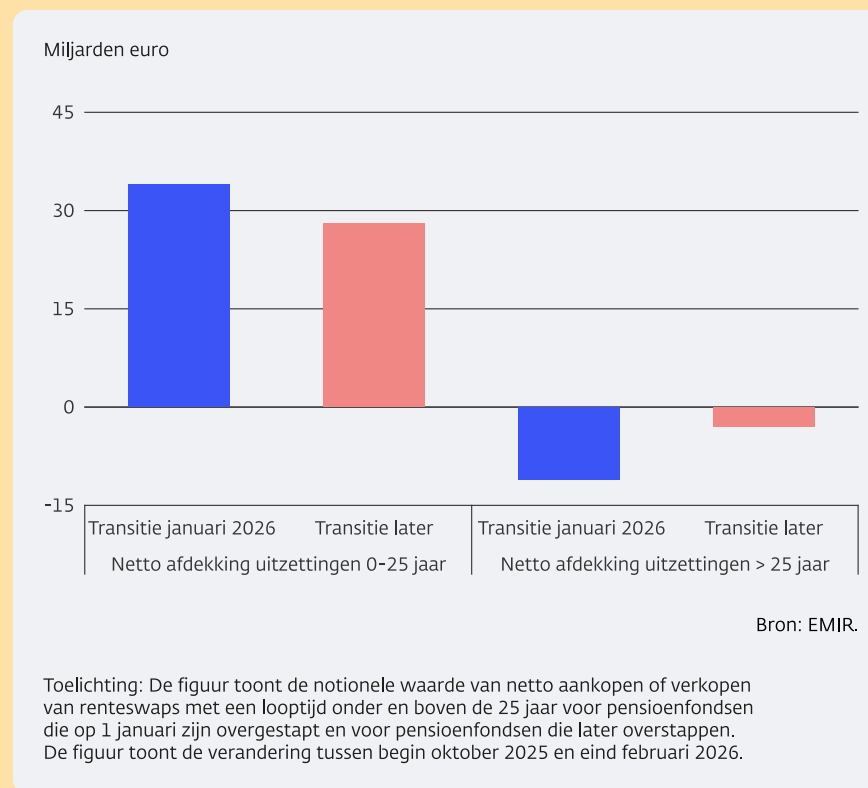


Box 1 Pensioentransitie heeft impact op swapmarkten, maar geleidelijke aanpassing zorgt voor ordelijke marktbevingen

Door de pensioentransitie veranderen pensioenfondsen hun beleggingsbeleid, waaronder de mate waarin zij het renterisico afdekken. De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel is in volle gang, waarbij sinds 1 januari 2026 circa een derde van het totale pensioenvermogen (ongeveer 550 miljard euro) is overgegaan. In januari 2027 volgt naar verwachting nog eens 900 miljard euro. Doordat pensioenfondsen in het nieuwe stelsel de renteafdekking gericht kunnen toebedelen aan leeftijdscohorten, leidt de transitie bij de meeste pensioenfondsen tot een lagere renteafdekking met een kortere looptijd (DNB, 2025). Omdat Nederlandse pensioenfondsen relatief grote spelers zijn op Europese rentemarkten, kan een snelle afbouw van de renteafdekking een opwaarts effect op lange rentes hebben. Zo hadden Nederlandse pensioenfondsen eind vorig jaar ongeveer 88 miljard euro aan renteswaps met een looptijd langer dan 25 jaar in bezit, wat gelijk staat aan circa 25% van de Europese markt.

Pensioenfondsen die begin dit jaar over zijn gegaan naar het nieuwe stelsel hebben hun renteafdekking geleidelijk aangepast, waarmee grote marktbevingen zijn uitgebleven. Na de overgangsdatum op 1 januari is geen sprake geweest van grote bevingen op renteswapmarkten. Dit wijst erop dat de afbouw van renteswaps kleiner en meer gespreid is geweest dan vooraf door marktpartijen verwacht. Zo hadden meerdere fondsen al vóór januari hun renteafdekking aangepast, terwijl andere fondsen hun aanpassingen dit jaar geleidelijk hebben uitgevoerd. Hierdoor is de verkoop van langlopende renteswaps relatief beperkt gebleven tot iets meer dan 10 miljard euro (zie figuur 5). Dit past bij de wettelijke mogelijkheid om het beleggingsbeleid na invaren over een periode van twaalf maanden aan te passen. Overigens hebben overstappende fondsen in deze periode relatief veel kortlopende renteswaps aangekocht. Een mogelijke verklaring is dat deze fondsen bewust op zoek waren naar meer rentebescherming voor oudere leeftijdscohorten.

Figuur 5 Overstappende pensioenfondsen hebben per saldo kortlopende renteswaps aangekocht



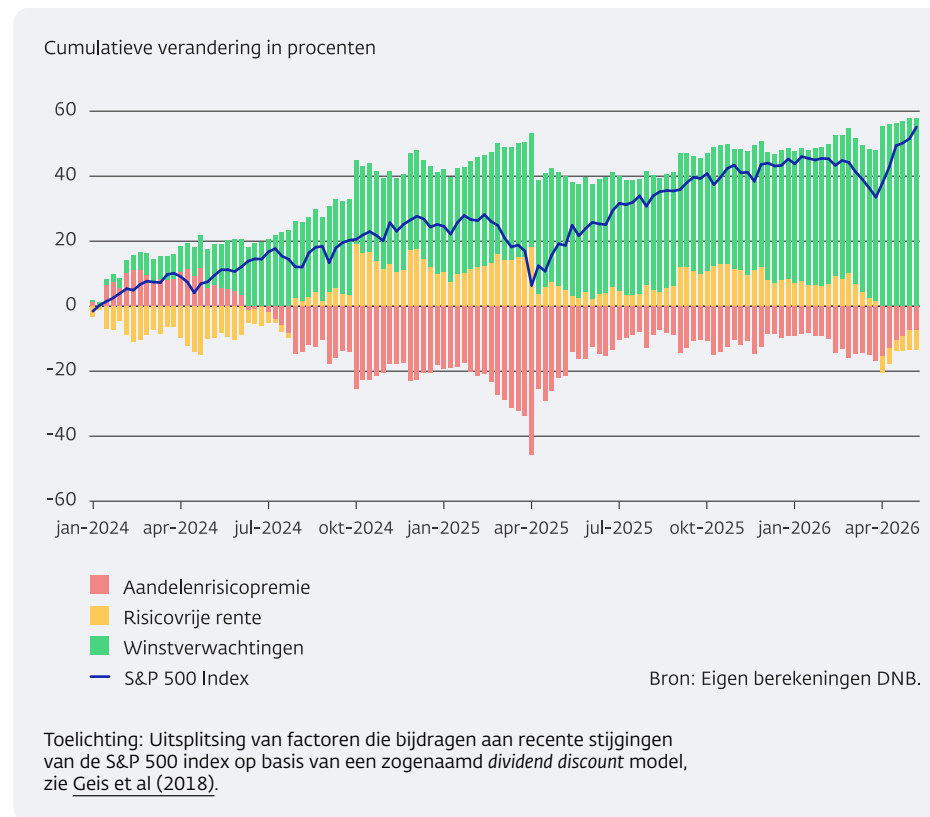
In januari 2027 maakt naar verwachting circa twee derde van het totale pensioenvermogen de overstap naar het nieuwe stelsel, waardoor monitoring van de rentemarkten van belang blijft. Volgend jaar zal de ruimte om renteswaps over te dragen aan andere Nederlandse pensioenfondsen kleiner zijn. De overige fondsen zijn dan immers over naar het nieuwe stelsel, waardoor de vraag naar renteafdekking lager is. Het verloop van de overgang wordt daarnaast beïnvloed door de marktomstandigheden. Hoewel de ordelijke overgang begin 2026 enige geruststelling biedt, vraagt de omvang van de komende overgangsfase om nauwlettende monitoring van marktreacties.

Ondanks hogere rentes houden aandelenwaarderingen stand doordat beleggers uit blijven gaan van hoge (AI-gedreven) winstgroei

Ondanks het aanhoudende conflict in het Midden-Oosten zijn de koersreacties op aandelenmarkten tot op heden beperkt en blijven beleggers uitgaan van een aanhoudend sterke winstgroei. Europese en Amerikaanse aandelenmarkten hebben de verliezen na het uitbreken van het conflict in het Midden-Oosten (circa 8 tot 10%) weer grotendeels goedge maakt. De Amerikaanse S&P 500 index staat zelfs op recordniveau. In tegenstelling tot de hogere onzekerheid op obligatiemarkten zijn onzekerheidsmaatstaven voor de Amerikaanse aandelenmarkt, zoals de VIX, teruggekeerd naar het langjarige gemiddelde (circa 18 punten). Het herstel op aandelenmarkten volgt op het staakt-het-vuren in het Midden-Oosten, waarbij beleggers verwachten dat het conflict spoedig ten einde komt en de economische schade van hogere energieprijzen beperkt zal blijven. Huidige marktwaarderingen impliceren dan ook dat beleggers weer uitgaan van hoge winstgroei – vooral van technologiebedrijven die fors in AI investeren, terwijl de gevraagde risicocompensatie laag blijft (zie figuur 6). Beleggers lijken zich vooralsnog dan ook weinig zorgen te maken over de impact van de omvangrijke AI-investeringen op de winstgevendheid van technologiebedrijven (ESB, 2026).

Tegelijkertijd leidt de toenemende toepassing van AI in de economie tot steeds grotere sectorale verschillen. De hoge waarderingen van grote Amerikaanse technologiebedrijven contrasteren met toenemende zorgen over de impact van AI op andere sectoren, waaronder specifieke softwarebedrijven die sinds begin 2026 circa 10 procent lager noteren. Dit kan ook gevolgen hebben voor andere markten, zoals private credit (zie hoofdstuk 2). Daarnaast valt op dat de verwachte spreiding in prestaties tussen individuele bedrijven, met name in de VS, momenteel ruim boven het gemiddelde ligt, wat wijst op verhoogde onzekerheid en grotere verschillen in risico en rendement.

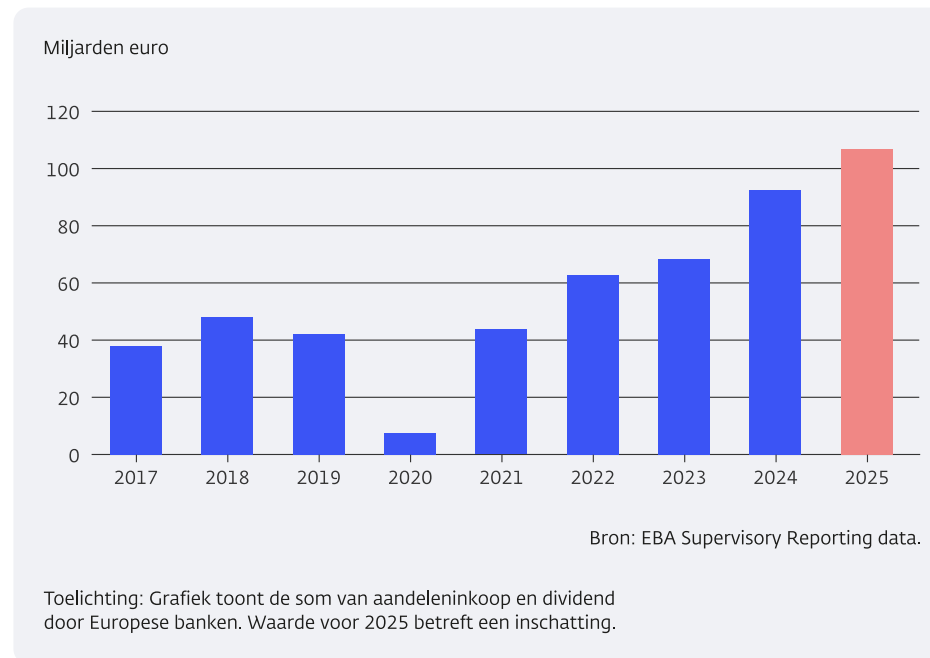
Figuur 6 De hoge aandelenwaarderingen in de Verenigde Staten zijn gebaseerd op verwachtingen van aanhoudend sterke winstgroei



Het conflict in het Midden-Oosten vormt een uitdaging voor de financiële weerbaarheid van de financiële sector

Nederlandse banken kennen een goede uitgangspositie en beschikken over stevige kapitaal- en liquiditeitsbuffers. Na initiële koersverliezen bij de uitbraak van het conflict in het Midden-Oosten zijn bank aandelen grotendeels hersteld. Daarmee zijn de prijs-boekwaardeverhoudingen van Nederlandse en Europese beursgenoteerde banken weer boven de 1 uitgekomen (STOXX Banks circa 1,3; ING circa 1,5; ABN AMRO circa 1,0). Dat markeert een duidelijke omslag ten opzichte van het afgelopen decennium en wijst op vertrouwen van beleggers in de structurele winstgevendheid van Europese banken. Tegen deze achtergrond keren banken de laatste jaren meer uit aan aandeelhouders, zowel via hogere dividenduitkeringen als de inkoop van eigen aandelen. Zo bedraagt de jaarlijkse uitkering aan aandeelhouders door Europese banken circa 100 miljard euro (zie figuur 7). Tegelijkertijd blijft de kapitaalpositie van Nederlandse banken solide, met een gemiddelde kernkapitaalratio (CET1) van bijna 17,8%. Ook de liquiditeitspositie is ruim, met een gemiddelde *liquidity coverage ratio* (LCR) van 158% eind 2025.¹ Ondanks aanhoudende economische onzekerheid blijven kredietverliezen bovendien laag. Zo is het aandeel niet-presterende leningen in het vierde kwartaal van 2025 verder gedaald tot een historisch laag niveau van 1,4%. In de ontwikkeling van de Nederlandse hypotheekportefeuilles is een soortgelijk beeld zichtbaar (zie 'Box 2 Systeemrisico's op Nederlandse huizenmarkt zijn geleidelijk afgenomen').

Figuur 7 Europese banken keren meer uit aan aandeelhouders



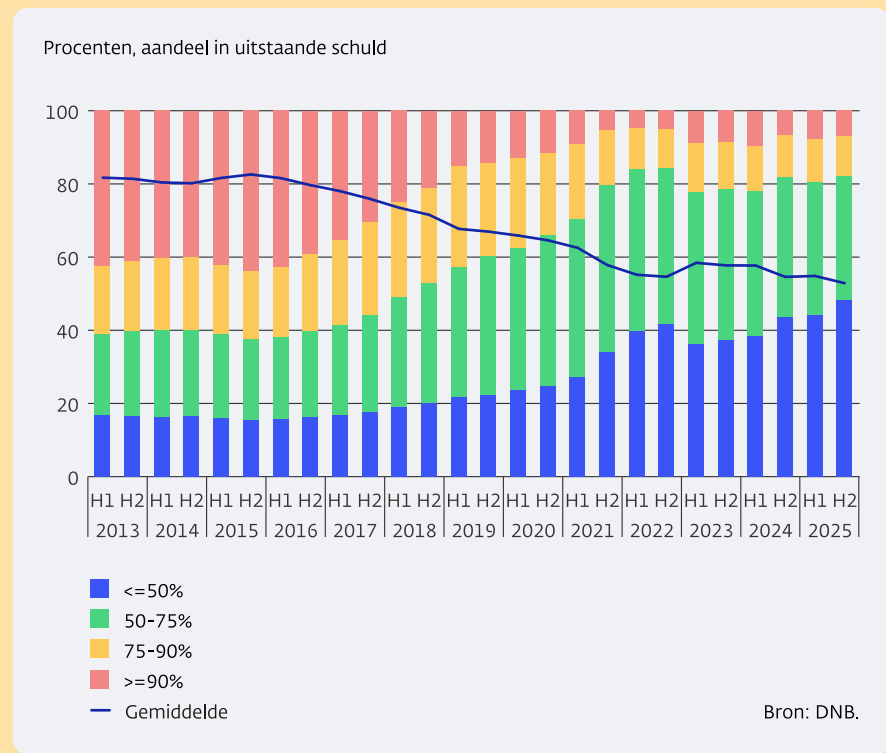
¹ De *liquidity coverage ratio* (LCR) is een maatstaf voor de liquiditeitspositie van banken en geeft aan in hoeverre zij beschikken over voldoende hoogwaardige liquide activa om netto kasuitstromen gedurende een stressperiode van dertig dagen op te vangen.

Box 2 Systeemrisico's op Nederlandse huizenmarkt zijn geleidelijk afgenomen

De systeemrisico's in de Nederlandse huizenmarkt zijn de afgelopen jaren geleidelijk afgenomen. De gemiddelde *loan-to-value* (LTV) van de totale hypotheekportefeuille van banken is verder gedaald, en ook de gemiddelde *loan-to-income* (LTI) ligt lager dan in voorgaande jaren (zie figuur 8). Gemiddeld genomen is de schokbestendigheid van bestaande hypotheekhouders hierdoor verbeterd. Daarmee is ook het risico afgenomen dat een prijsdaling op de woningmarkt tot sterk negatieve economische effecten en grote verliezen bij banken leidt. Daarnaast is het aandeel aflossingsvrije hypotheekleningen in de voorraad de afgelopen jaren gedaald, en hebben de resterende aflossingsvrije hypotheekleningen doorgaans een relatief lage LTV (DNB, 2026). Tegelijkertijd is nog steeds bijna 45% van de Nederlandse hypotheekschuld aflossingsvrij, en daarmee relatief gevoelig voor herfinancieringsrisico's bij renteschokken of prijsdalingen. Vanuit microprudentieel perspectief is het daarom van belang dat individuele instellingen de aanvullende risico's van deze leningen adequaat beheersen (DNB, 2026).

Tegelijkertijd zijn kwetsbaarheden bij nieuwe hypotheekhouders juist toegenomen. Zo is de gemiddelde huisprijsstijging de afgelopen 10 jaar hoger geweest dan de groei in leencapaciteit, waardoor de betaalbaarheid van woningen in Nederland onder druk staat (CPB, 2026). Nieuwe hypotheekhouders – met name starters – zien zich steeds vaker genoodzaakt om hun maximale leencapaciteit in te zetten (DNB, 2026). Meer dan 60 procent van de starters sluit bijvoorbeeld een lening af met een LTV hoger dan 90 procent. Dit maakt hen kwetsbaar voor tegenvallers, zoals een prijsdaling.

Figuur 8 De gemiddelde LTV-ratio van de hypotheekportefeuille van banken is verder gedaald



Tegen de achtergrond van afgenomen systeemrisico's samenhangend met de huizenmarkt heeft DNB recent besloten de minimumvloer voor de risicoweging van Nederlandse hypothecaire leningen van banken niet te verlengen (DNB, 2026). Op dit moment verwacht DNB dat banken ook zonder deze maatregel voldoende weerbaar blijven als de huidige systeemrisico's in de huizenmarkt zich zouden materialiseren. Wel benadrukt de beëindiging van deze maatregel het belang van het op peil houden van de huidige contracyclische kapitaalbuffer (2%) om de weerbaarheid van Nederlandse banken tegen systeemrisico's te borgen.

Niettemin vergroot het conflict in het Midden-Oosten de neerwaartse risico's voor de financiële sector, al laat een stresstest zien dat Nederlandse banken de verliezen bij escalatie van het conflict kunnen opvangen. Om de gevolgen van een persistente verstoring van energiemarkten voor de kapitaalpositie van Nederlandse grootbanken in kaart te brengen, heeft DNB een stresstest uitgevoerd. In het stressscenario leidt het conflict in het Midden-Oosten tot aanhoudende spanningen op energiemarkten, met hogere inflatie en lagere economische groei als gevolg. Het stressscenario sluit aan bij eerder door DNB gepubliceerde analyses en neemt een zwaar economisch scenario als uitgangspunt (DNB, 2026). Daarbij wordt verondersteld dat het energieaanbod langdurig beperkt blijft, wat resulteert in aanhoudend hoge olie- en gasprijzen, vergelijkbaar met het Langer-Hoger-scenario van het CPB (CPB, 2026). In dit stressscenario is de gemiddelde olieprijs 144 dollar in 2026, stijgt de inflatie naar 5,8 procent en blijft deze ook na 2026 hoog. Als gevolg krimpt de economie en loopt de werkloosheid op (zie tabel 1). Daarnaast wordt aangenomen dat andere grondstoffen, halffabricaten en voedsel aanzienlijk duurder worden. De toegenomen onzekerheid gaat gepaard met hogere risicopremies en leidt tot onrust op financiële markten.

Tabel 1 Macro-economische cijfers in stressscenario voor Nederlandse banken

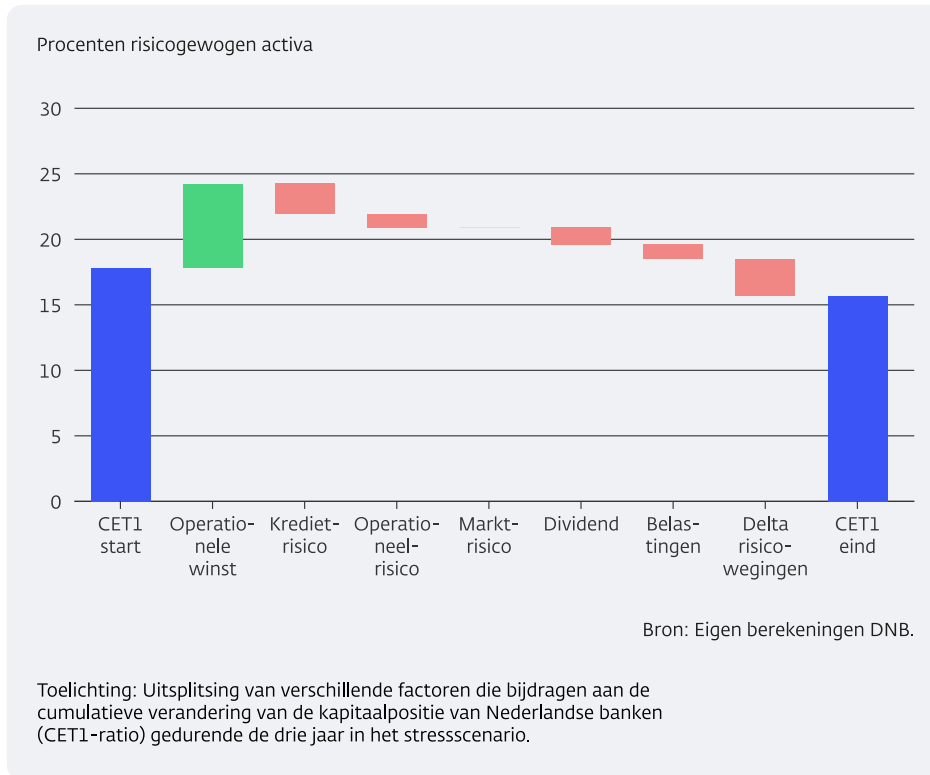
	2026	2027	2028
Bbp (% groei)	-0.3	-1.0	-0.2
Inflatie (%)	5,8	4,9	3,2
Werkloosheid (%)	4,4	6,0	7,7
Olieprijs (dollar)	144	129	119

Toelichting: De tabel toont een aantal economische kerncijfers voor het veronderstelde hypothetische stressscenario. Het stressscenario bevat geen nieuwe groeiramingen, maar neemt de DNB 2025 najaarsramingen als startpunt.

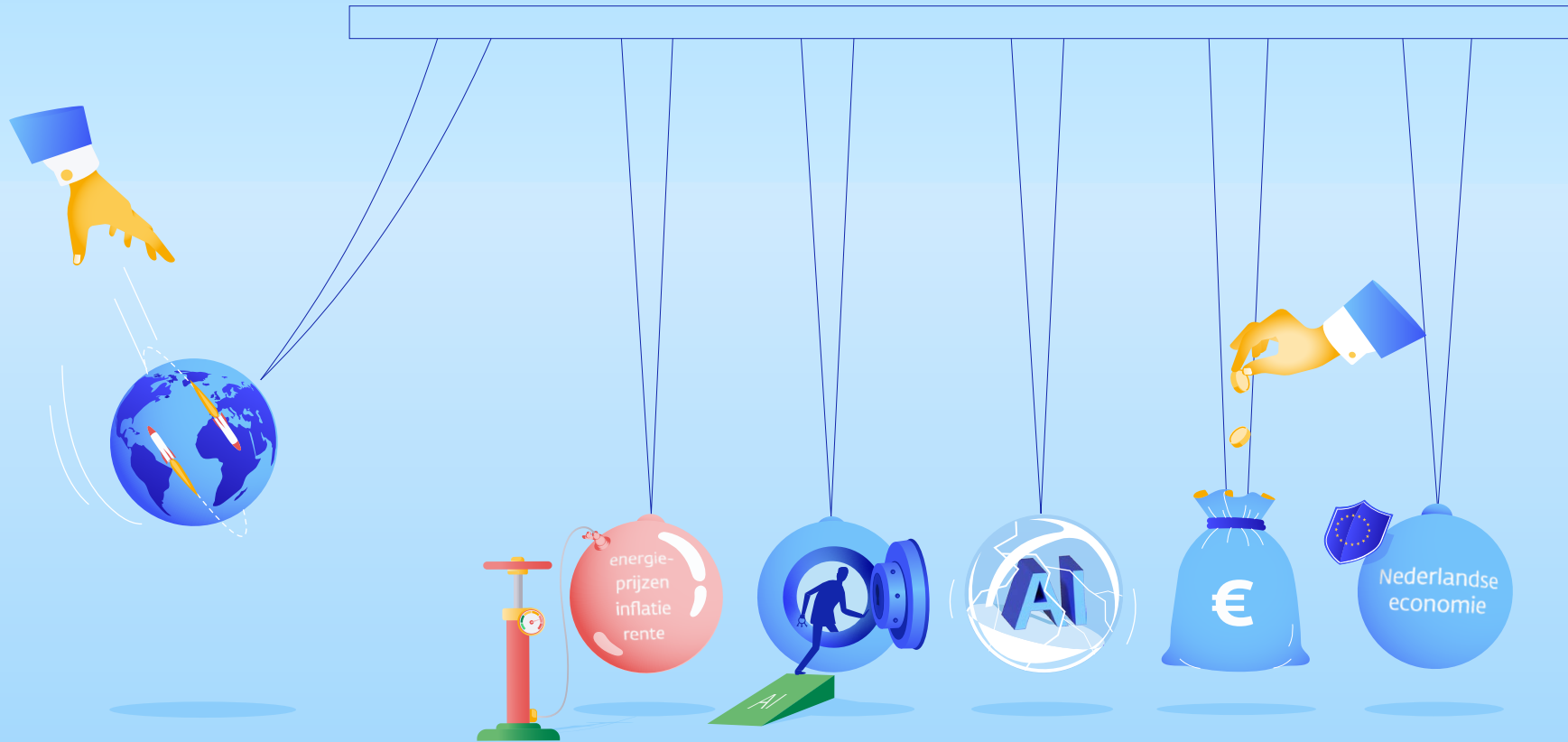
In het stressscenario krijgen Nederlandse banken te maken met lagere inkomsten, hogere kredietverliezen en een toename van risicogewogen activa (zie figuur 9). Huishoudens met lage inkomens worden hard geraakt, doordat energiekosten een relatief groot deel van hun uitgaven vormen. Ook verslechtert de kwaliteit van bedrijfsleningen, vooral in energie-intensieve sectoren waar hogere energieprijzen en lagere economische activiteit het wanbetalingsrisico vergroten. Omdat banken relatief grote blootstellingen hebben aan kapitaal- en energie-intensieve sectoren zoals industrie en transport, neemt het kredietrisico toe. Verder blijkt dat de bankinkomsten – zoals rentebaten, provisie- en commissie-inkomsten – zelfs in het stressscenario grotendeels toereikend blijven om de hogere verliezen op te vangen. Als gevolg hiervan ligt de gemiddelde kernkapitaalratio (CET1) voor de Nederlandse grootbanken circa 2 procentpunt lager dan bij de start van het stressscenario, maar blijft deze met 15,7% boven de gemiddeld geldende eisen. Dit bevestigt het belang van adequate buffers en de solide uitgangspositie van het Nederlandse bankwezen waarmee macro-economische en geopolitieke schokken opgevangen kunnen worden.

Ook Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen beschikken over een goede uitgangspositie. De gemiddelde Solvency II-ratio van Nederlandse schadeverzekeraars is ten opzichte van een jaar eerder licht gestegen tot 176% eind 2025. Ook bij levensverzekeraars is de Solvency II-ratio met 22 procentpunten toegenomen tot 209%, mede door het positieve effect van hogere lange rentes. De financiële positie van Nederlandse pensioenfondsen ligt, ondanks een daling in het eerste kwartaal van 2026 door verliezen op aandelenmarkten, met 125% nog steeds hoger dan een jaar eerder. Vooruitkijkend blijven pensioenfondsen die nog niet zijn ingevaren gevoelig voor een scenario met een abrupte daling van de lange rente, wat de solvabiliteit onder druk kan zetten. Inmiddels zijn 32 pensioenfondsen ingevaren in het nieuwe pensioenstelsel, wat circa een derde van het belegd vermogen van de Nederlandse pensioensector vertegenwoordigt (zie 'Box 1 Pensioentransitie heeft impact op swapmarkten, maar geleidelijke aanpassing zorgt voor ordelijke marktbevingen').

Figuur 9 Solvabiliteitspositie banken daalt met ongeveer 2 procentpunten bij een langdurige verstoring van energiemarkten



De risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit blijven hoog door aanhoudende geopolitieke spanningen en economische onzekerheid



- 1** Geopolitieke spanningen

Geopolitieke spanningen zorgen voor grote onzekerheid en zijn het grootste risico voor de financiële stabiliteit.
- 2** Meer kans op economische tegenvallers

Hogere rentes en inflatie vormen risico voor de economie.
- 3** Digitale dreigingen

Cyberaanvallen kunnen dankzij (generatieve) AI-modellen steeds sneller en geavanceerder worden.
- 4** Hoge waarderingen

Financiële markten zijn kwetsbaar voor abrupte correcties, vooral bij tegenvallende opbrengsten van AI.
- 5** Buffers voor kredietverliezen

Bij aanhoudend conflict in het Midden-Oosten kunnen kredietverliezen oplopen. Maar buffers kunnen schokken opvangen.
- 6** Gebrekkige samenwerking

Onvoldoende coördinatie van crisismaatregelen kan de impact van geopolitieke schokken op de financiële stabiliteit versterken.

Beleid: Weerbaarheid van de Nederlandse economie en de financiële sector vormt een belangrijke beleidsopgave

Geopolitieke spanningen versterken de noodzaak van een weerbare Nederlandse (en Europese) economie, inclusief houdbare overheidsfinanciën. Hoewel bedrijven en huishoudens hun energieafhankelijkheid van fossiele brandstoffen hebben verminderd, blijft verdere afbouw belangrijk om de weerbaarheid van de economie te vergroten (CBS, 2026). Tegelijkertijd leiden de opgaven rond onder meer defensie, woningbouw en stikstof tot extra druk op overheidsuitgaven. De huidige begrotingsruimte onder de 3%-norm fungeert daarmee niet als vrij inzetbare marge, maar als noodzakelijke buffer tegen toekomstige schokken. Energiesteunmaatregelen dienen zodoende binnen de begroting te worden gedekt. Dit pleit voor tijdelijke en gerichte steun voor kwetsbare huishoudens en sterk blootgestelde bedrijven. Daarbij is het van belang dat prijssignalen zoveel mogelijk intact blijven om prikkels voor energiebesparing te behouden (OECD, 2026). De Nederlandse voorstellen sluiten hierbij aan, terwijl in omringende landen vaker wordt gekozen voor generieke en kostbare maatregelen, zoals accijnsverlagingen.

Economische weerbaarheid vereist ook meer Europese samenwerking. In een wereld waarin economische onzekerheid en fragmentatie toenemen, fungeert de Europese interne markt als buffer tegen externe schokken en als motor voor groei. De potentie van deze interne markt wordt echter nog onvoldoende benut. Zo remmen bestaande barrières tussen lidstaten de economische groei in Europa af en belemmeren ze innovatie. Daarnaast is verdere verdieping van Europese kapitaalmarkten nodig, waar deze momenteel gefragmenteerd zijn door verschillen in wet- en regelgeving en nationaal toezicht (OFS najaar, 2025). De recente voorstellen van de Europese Commissie gaan wat dat betreft in de goede richting (EC, 2025).

Daarnaast blijft een robuust en weerbaar financieel stelsel noodzakelijk om schokken op te vangen en de economie te financieren. Hervormingen na de financiële crisis hebben de weerbaarheid van banken aanzienlijk vergroot (DNB, 2025). Tegelijkertijd is het raamwerk nog niet af. Zodoende

zet DNB in op beleidsmaatregelen die de interne markt voor banken versterken, zoals de verdere voltooiing van de bankenunie die het voor grensoverschrijdende banken mogelijk maakt om kapitaal en liquiditeit efficiënter in te zetten binnen de groep. Daarnaast kunnen bij grensoverschrijdende overnames belemmeringen rond nationale depositogarantiestelsels worden verminderd, waarbij het streven naar een Europees depositogarantiefonds als einddoel overeind blijft. Zolang een begrotingsunie ontbreekt, vergt dit wel aanvullende maatregelen om risico's van bankblootstellingen aan overheden te beperken.

Verder kan het macroprudentiële raamwerk worden vereenvoudigd, zolang de weerbaarheid van het bankwezen op peil blijft. DNB ziet ruimte om het macroprudentiële raamwerk te vereenvoudigen, onder meer door het samenvoegen van buffers en verdere harmonisatie van berekenmethodes binnen de EU. Belangrijke onderliggende principes hierbij zijn het vasthouden aan internationale standaarden, het waarborgen van financiële stabiliteit, en het streven naar verdere Europese harmonisatie en consistentie (DNB, 2026). Tegelijkertijd neemt de druk op deregulering toe en daarmee het risico dat de financiële weerbaarheid in het geding komt. Het is echter cruciaal dat banken voldoende kapitaal aanhouden, zodat buffers kunnen worden aangesproken wanneer risico's materialiseren. Ook voor niet-bancaire instellingen is het versterken van macroprudentiële en toezichtkaders essentieel om een goede balans te houden tussen de kansen en risico's van niet-bancaire financiering. Dit vraagt om tijdige en consistente implementatie van internationaal afgesproken hervormingen, het beter adresseren van hefboomfinanciering, en het dichtens van data hiaten (ECB, 2026).

Het onzekere landschap vraagt tot slot om goede voorbereiding door financiële instellingen, onder meer via scenario-analyses en stress testen. In de huidige onzekere omgeving moeten instellingen geopolitieke risico's, en in het bijzonder cyberrisico's, stevig verankeren in hun strategisch en operationeel risicomanagement. Dit geldt logischerwijs ook voor DNB als centrale bank en toezichthouder. Zo heeft DNB het afgelopen jaar een intern geopolitiek weerbaarheidsprogramma uitgevoerd, waarbij aan de hand van uiteenlopende scenario's potentiële knelpunten zijn vastgesteld die de economie, het financiële stelsel en DNB als organisatie kunnen raken (DNB, 2026).

2 Private credit in opmars: alternatieve financieringsbron, maar risico's beperkt in beeld?

Private creditmarkten zijn wereldwijd de afgelopen jaren sterk gegroeid.

Private credit zijn bedrijfsleningen die niet op een beurs verhandeld worden en door andere instellingen dan banken worden verstrekt. De omvang van de mondiale private creditmarkt bedraagt momenteel circa 2,3 biljoen dollar aan beheerd vermogen (Fitch, 2025), al lopen de schattingen uiteen (zie 'Box 3. Wat is private credit en hoe is de markt gestructureerd?'). Het merendeel van de private creditactiviteiten vindt plaats in de VS, al is ook in Europa een snelle groei zichtbaar (BIS, 2025). In de VS heeft private credit inmiddels een omvang bereikt die vergelijkbaar is met de markt voor *leveraged loans* en *high-yield* obligaties, waarmee het een belangrijke financieringsmarkt is voor niet-beursgenoteerde bedrijven (Fed, 2024). Daarnaast speelt private credit een steeds grotere rol bij de financiering van kapitaalintensieve investeringen in digitale infrastructuur, waaronder datacenters en andere voorzieningen die nodig zijn voor de toepassing van AI (BIS, 2026).

Private creditmarkten vervullen een positieve rol bij de financiering van de reële economie.

Private credit is als financieringsvorm relatief risicodragend, bijvoorbeeld door gebruik van risicovol onderpand of flexibelere contractvoorwaarden. Voor bedrijven vormt private credit daarmee een alternatieve – en soms de enige – bron van financiering. Dit geldt met

name voor middelgrote bedrijven en bedrijven met een beperkte kredietwaardigheid. De opkomst van niet-bancaire kredietverstrekkers vergroot zodoende de diversiteit op kredietmarkten en verkleint de afhankelijkheid van bankfinanciering, waarmee de economische groei ondersteund kan worden (OFS najaar, 2025). Daarnaast kan private credit voor beleggers, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, aantrekkelijk zijn vanwege een relatief hoger rendement, de relatief stabiele kasstromen en diversificatie binnen de beleggingsportefeuille.

Tegelijkertijd leidt de snelle groei en het besloten karakter van deze markten tot zorgen onder beleidsmakers en beleggers. Het zicht op de leningen die private creditfondsen verstrekken en de mate waarin financiële instellingen blootgesteld staan aan deze fondsen is relatief beperkt. Tegen deze achtergrond is de aandacht voor private credit de afgelopen maanden toegenomen, temeer omdat de uitstroom uit private creditfondsen, vooral onder (particuliere) beleggers in de VS, is gestegen. Deze uitstroom hangt onder meer samen met zorgen over verslechterende kredietkwaliteit. In dit hoofdstuk analyseren we de onderliggende kwetsbaarheden in private creditmarkten en de mogelijke verwevenheden met het Nederlandse financiële stelsel.

Box 3 Wat is private credit en hoe is de markt gestructureerd?

Private creditmarkten hebben een divers karakter met aanzienlijke verschillen tussen de Verenigde Staten en Europa. Zo verstrekken private creditfondsen in de VS het grootste deel van de kredietverlening aan bedrijven. In Europa wordt een breder pallet gebruikt, waaronder directe leningen van institutionele beleggers en *special purpose vehicles* (SPV's).² Daarbij vormen in de VS zogenaamde *business development companies* (BDC's) een belangrijk deel van de private creditfondsen. Deze BDC's investeren voornamelijk in leningen verstrekt aan het midden- en kleinbedrijf, waarbij de BDC's ook beursgenoteerd kunnen zijn.

Private credit bestaat bovendien uit diverse financieringsvormen, waarbij het risicoprofiel sterk varieert. *Direct lending* vormt met circa 60% het grootste segment (PitchBook, 2025). Deze financieringsvorm betreft doorgaans senior leningen met relatief stabiele kasstromen en onderpand. Hierdoor is het risico voor de kredietverstrekker relatief beperkt. Daarnaast zijn er ook risicovollere vormen van kredietverstrekking zoals *venture* en *opportunistic lending* waarbij leningen worden verstrekt aan bedrijven met een hoog risicoprofiel, innovatieve bedrijfsmodellen of acute problemen.

Naast het risicoprofiel verschilt private credit ook in de mate van liquiditeit. Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars beleggen vooral in zogenaamde gesloten private creditfondsen. Deze fondsen kennen minder liquiditeit, onder meer vanwege beperkingen om posities gedurende de looptijd te verkopen (zie tabel 2). Voor institutionele beleggers sluit dit doorgaans goed aan bij hun lange(re) investeringshorizon. Semi-liquide of *open-ended* fondsen daarentegen bieden wel periodieke terugkoopmogelijkheden, al zijn deze veelal gemaximeerd op 5% van de fondswaarde. Ook kunnen beheerders terugbetalingen tijdelijk opschorten. Tot slot zijn er beursgenoteerde private creditfondsen die een grotere mate van liquiditeit kennen, omdat ze dagelijks verhandelbaar zijn.

Tabel 2 Private creditfondsen verschillen qua mate van liquiditeit, typen beleggers en regionale kenmerken

Type fonds	Liquiditeit	Beleggers	Regio
Gesloten fondsen (drawdown fondsen)	Illiquide; geen terugbetalingsmogelijkheden	Institutionele beleggers, vermogende particulieren	VS & Europa (merendeel van het beheerd vermogen)
Semiliquide / open-ended fondsen	Periodieke terugbetalingen met limieten	Particuliere beleggers	VS & beperkt maar toenemend in EU (voornamelijk ELTIF's*)
Beursgenoteerde fondsen / BDC's	Verhandelbare aandelen; marktliquiditeit	Particuliere en institutionele beleggers	Voornamelijk VS

* European Long-term Investment Funds

² *Special purpose vehicles* (SPV's) zijn aparte juridische entiteiten die private creditfondsen kunnen opzetten voor een specifieke leningportefeuille.

Private credit onder vergrootglas

De recente onrust op private creditmarkten hangt samen met onderliggende macroprudentiële kwetsbaarheden. Zorgen richten zich op de kredietkwaliteit van private creditleningen, de toenemende concentratie van blootstellingen, de liquiditeitsrisico's van private creditfondsen, en de verwevenheid tussen private credit en andere financiële instellingen.

De afgelopen maanden zijn beleggers kritischer geworden over de kredietkwaliteit en de gehanteerde leenstandaarden van private credit.

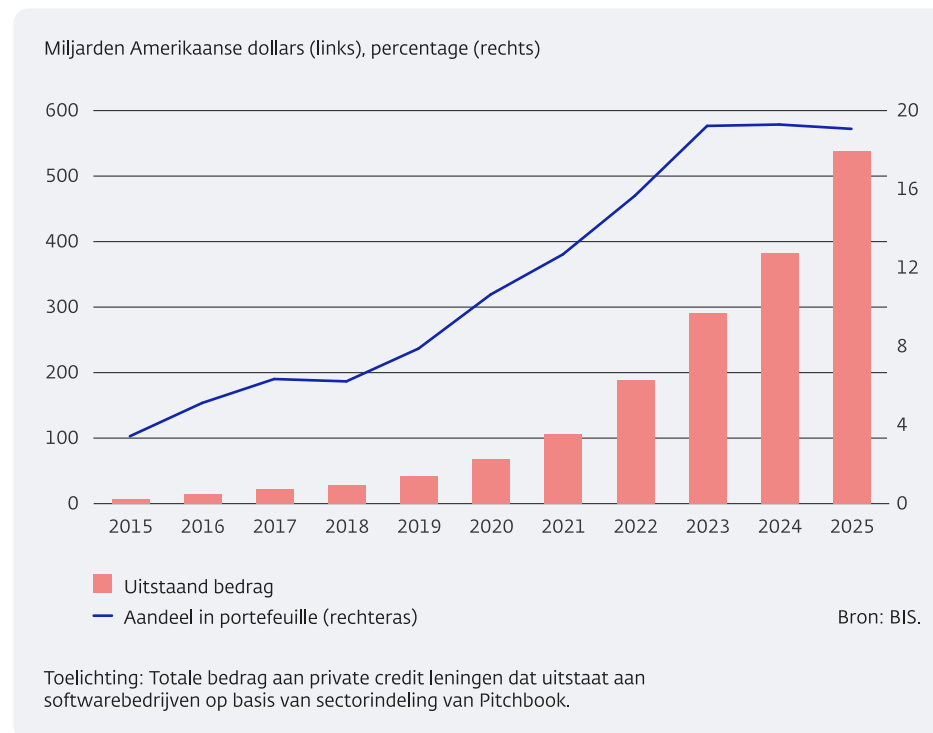
De snelle groei van private creditmarkten is gepaard gegaan met een forse toename van de kredietverlening aan bedrijven. Dit heeft geleid tot toenemende zorgen onder beleggers over de gehanteerde leenstandaarden en de onderliggende kredietkwaliteit, mede naar aanleiding van de faillissementen van First Brands en Tricolor in september 2025. Wanbetalingspercentages op private creditleningen blijven over het algemeen laag, maar deze cijfers geven niet altijd een volledig beeld. Actief gebruik van schulderstructurering – bijvoorbeeld via *payment-in-kind* regelingen – kan wanbetalingen kunstmatig laag houden waardoor onderliggende kredietrisico's minder goed kunnen worden ingeschat.³ Bredere maatstaven voor wanbetaling die dergelijke herstructureringen wel meenemen, laten bijvoorbeeld wel een verslechtering van kredietkwaliteit zien (FSB, 2026). Zorgen over de kredietkwaliteit worden versterkt door hogere hefboomfinanciering, minder hoogwaardig onderpand en variabele rentes. Bovendien hebben private creditmarkten nog geen serieuze economische neergang doorgemaakt. Daarbij leidt het gebruik van private creditratings – zogenaamde *private letters* – tot zorgen over (te) rooskleurige kredietbeoordelingen (IMF, 2025).

³ Met *amend-and-extend* strategieën wordt de looptijd van de lening verlengd en worden de voorwaarden aangepast. *Payment-in-kind* regelingen voegen rente- en aflossingsverplichtingen toe aan de uitstaande schuld.

Daarnaast zijn de blootstellingen van private credit aan de software-sector aanzienlijk, waar zorgen over winstgevendheid toenemen.

Het aandeel *software-as-a-service* bedrijven, waarbij software als online dienst wordt geleverd, is de afgelopen jaren aanzienlijk gestegen in private creditportefeuilles. Momenteel is circa 20% van de private creditleningen aan softwarebedrijven verstrekt (zie figuur 10). Daarbij zijn beleggers bezorgd dat nieuwe AI-toepassingen de bestaande softwaremodellen onder druk gaan zetten, waardoor de winstgevendheid van softwarebedrijven en ook andere bedrijven gevoelig voor nieuwe AI-toepassingen in de leningenportefeuille in gevaar zou komen. In combinatie met het doorgaans beperkte onderpand in dergelijke kapitaalarme sectoren vergroot dit het risico op gecorreleerde kredietverliezen (IMF, 2024).

Figuur 10 Softwarebedrijven hebben een aanzienlijk aandeel in private creditportefeuilles



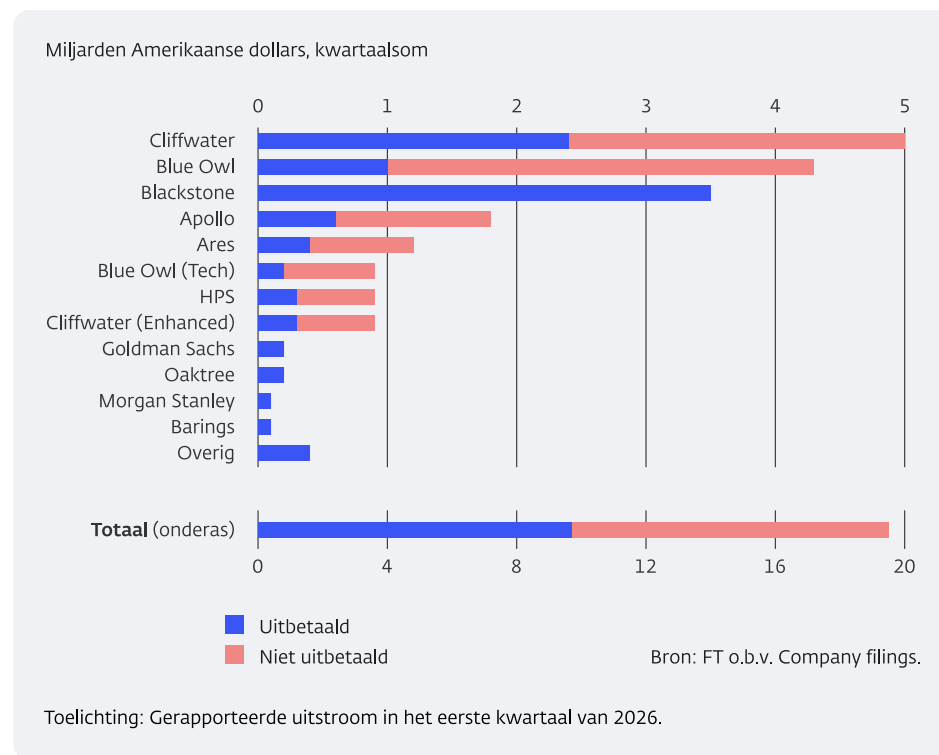
Vooral particuliere beleggers worden geconfronteerd met de beperkte liquiditeit van private creditmarkten. Bij semi-liquide fondsen zijn liquiditeitsbeperkende maatregelen nodig vanwege het illiquide karakter van de onderliggende leningen (zie tabel 2). Tegelijkertijd zijn particuliere beleggers niet altijd volledig op de hoogte van deze voorwaarden, wat tot onrust in de markt kan leiden. Een recente illustratie hiervan zijn de aanzienlijke terugkoopverzoeken die met name particuliere beleggers indienen bij Amerikaanse private creditfondsen. Deze bedragen naar schatting 20 miljard dollar in het eerste kwartaal van 2026 (zie figuur 11). Als gevolg van deze grote omvang zien veel fondsen zich genoodzaakt om de uitstroom te limiteren. Zodoende is ongeveer de helft van deze terugkoopverzoeken niet gehonoreerd. De huidige omvang van deze terugkoopverzoeken leidt niet tot systeemrisico's. Wel kan verdere escalatie een zelfversterkende dynamiek op gang brengen, indien gedwongen verkoop van leningen door private creditfondsen de waarderingen verder onder druk zetten en daarmee nieuwe uitstroom aanjagen (FSB, 2026). Zowel Nederlandse financiële instellingen als huishoudens hebben overigens geen materiële blootstellingen aan deze specifieke fondsen in de VS.

Ten slotte is het zicht op de verschillende verwevenheden tussen private credit en banken beperkt. Banken kunnen op meerdere manieren onderdeel zijn van het private creditecosysteem, onder meer via kredietlijnen aan fondsen zoals *capital call* financiering en NAV-leningen.⁴ Via dergelijke bankfinanciering kunnen private creditfondsen gebruik maken van hefboomfinanciering, al is dit in Europa doorgaans beperkt. Ook op indirecte wijze kan sprake zijn van verwevenheden, bijvoorbeeld via leningen aan bedrijven die gelijktijdig gefinancierd worden door private creditverstrekkers (FSB, 2026). Via deze kanalen kan stress in private credit doorwerken naar het bancaire stelsel en vice versa (IMF, 2024). Zo kunnen grootschalige verliezen binnen private creditfondsen leiden tot kredietverliezen bij banken. Ook kan abrupt en grootschalig gebruik van kredietlijnen door private creditfondsen druk zetten op de liquiditeitspositie van banken.

⁴ Bij *capital call* financiering lenen fondsen tijdelijk bij banken in afwachting van kapitaalstortingen door beleggers. NAV-leningen zijn leningen waarbij de waarde van de leningportefeuille van het fonds als onderpand dient.

Andersom kunnen maatregelen van banken ook van invloed zijn op private creditfondsen. Zo kwamen recent signalen naar buiten dat Amerikaanse banken het onderpand van private creditfondsen herwaarderden. Dit kan stress in private creditmarkten versterken. Tegelijkertijd worden in deze bancaire kredietfaciliteiten veelal conservatieve voorwaarden gesteld aan het onderpand, wat de kans op ongelukken beperkt. Het zicht op deze verwevenheden tussen banken en private credit is echter beperkt door het gebrek aan geharmoniseerde en granulaire data.

Figuur 11 Enkele prominente Amerikaanse private creditfondsen kregen in het eerste kwartaal van 2026 aanzienlijke terugkoopverzoeken



Private credit helpt bedrijven aan krediet, maar kent ook kwetsbaarheden

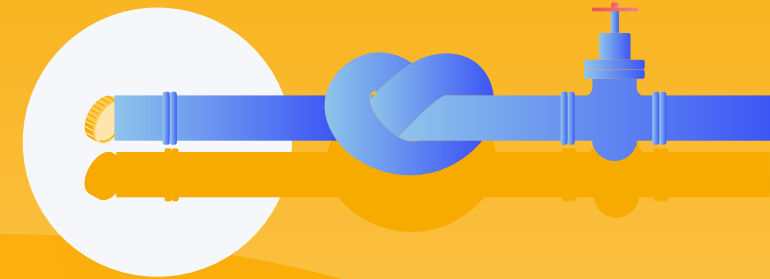
1 Zorgen over kredietkwaliteit

Snelle groei leidt tot twijfels over de kwaliteit van de verstrekte leningen.



2 Eén op de vijf leningen aan softwarebedrijven

Groter risico op gelijktijdige verliezen bij economische tegenwind.



3 Liquiditeitsrisico's

Particuliere beleggers willen weg, maar geld zit gedeeltelijk vast.

4 Verwevenheid met bankensector

Via leningen kan onrust in private credit ook banken raken.

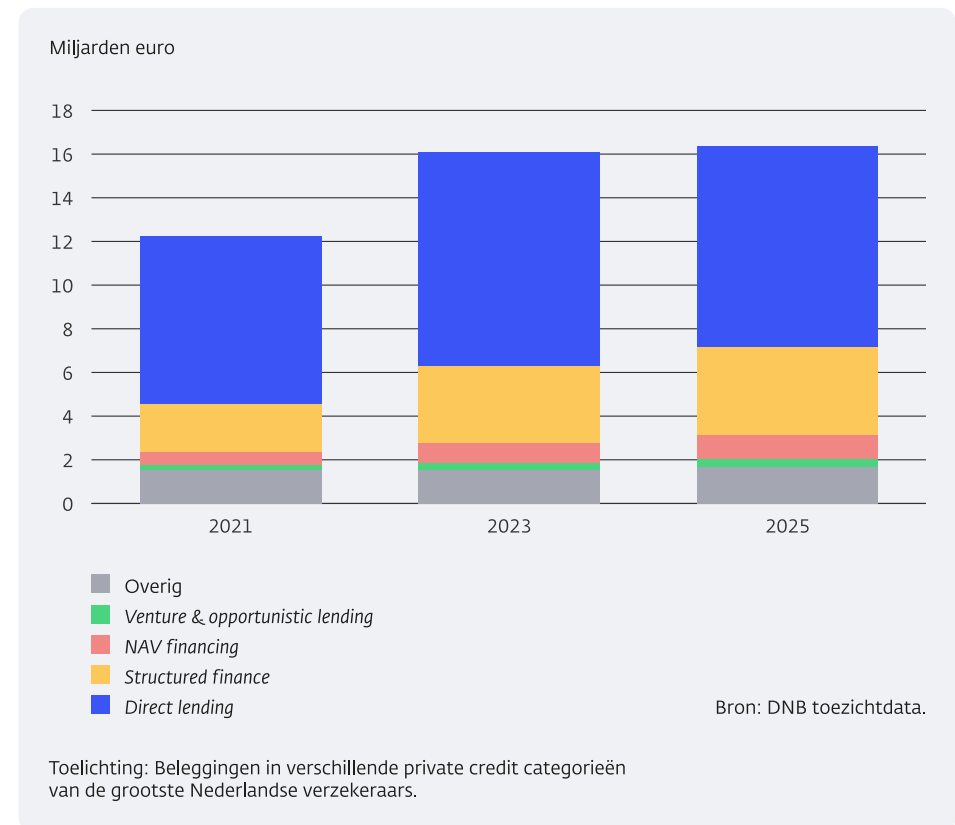


In Nederland beleggen vooral pensioenfondsen en verzekeraars in private credit, terwijl banken een beperkte rol spelen

Ook Nederlandse financiële instellingen zoals pensioenfondsen en verzekeraars zijn in toenemende mate actief als beleggers in private credit. Deze beleggingen zijn geografisch verspreid in leningen aan Nederlandse, Europese en Amerikaanse bedrijven. Ook maken pensioenfondsen en verzekeraars gebruik van uiteenlopende structuren, waaronder directe leningen op de eigen balans en participatie in private creditfondsen. Om het zicht op de omvang en risico's van private creditbeleggingen verder te verbeteren, heeft DNB begin dit jaar een gerichte data-uitvraag gedaan bij een selectie van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. Voor verzekeraars zijn de gegevens inmiddels ontvangen, terwijl de uitvraag onder pensioenfondsen nog loopt.

Nederlandse verzekeraars zijn meer gaan beleggen in private credit, voornamelijk via *direct lending* en *structured finance*. Uit de recente uitvraag blijkt dat de totale private creditblootstelling van de grootste verzekeraars is gestegen van circa 12 miljard euro in 2021 naar ruim 16 miljard euro in 2025 (zie figuur 12). Dit komt neer op ongeveer 8% van het totale belegde vermogen. Hierbij bestaan echter aanzienlijke verschillen tussen verzekeraars. Het grootste deel van deze beleggingen betreft *direct lending*. Daarnaast beleggen Nederlandse verzekeraars ongeveer 4 miljard euro in gestructureerd krediet (*structured finance*), waaronder gesecuritiseerde leningportefeuilles (CLO's). Nederlandse verzekeraars beleggen daarentegen nauwelijks in *venture* en *opportunistic lending*, die als risicovollere vormen van private credit worden beschouwd.

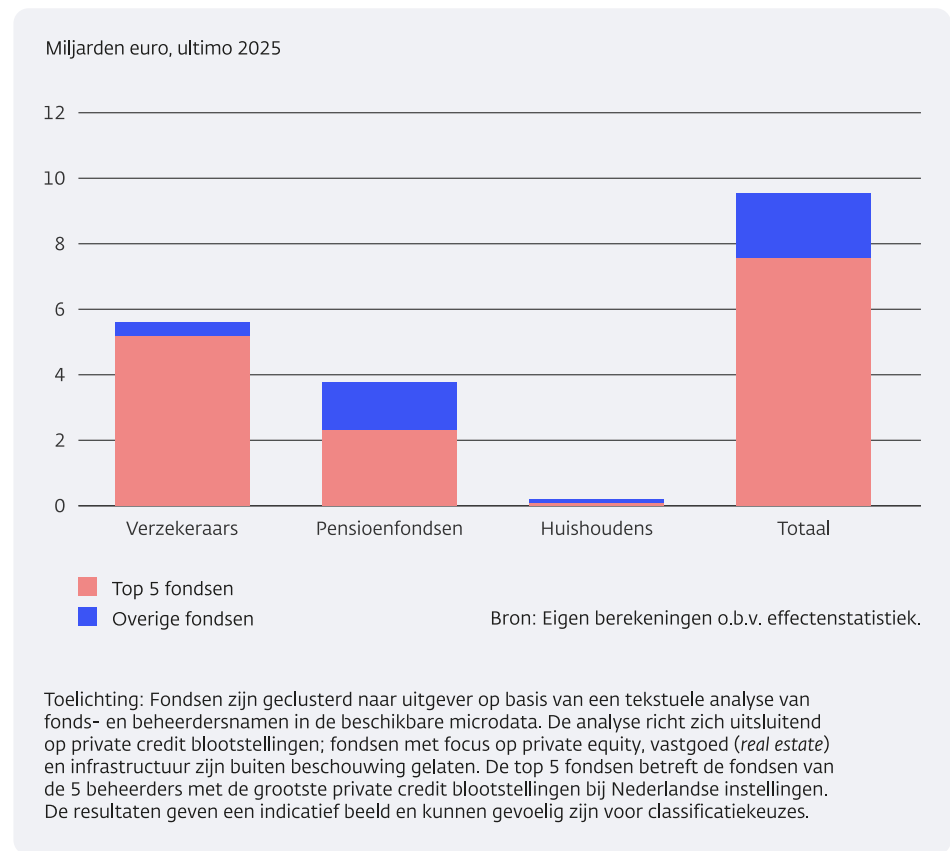
Figuur 12 Nederlandse verzekeraars zijn de afgelopen jaren meer gaan beleggen in private credit, vooral via *direct lending* en *structured finance*



Een deel van de private creditbeleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars loopt via private creditfondsen. De totale beleggingen in private creditfondsen door pensioenfondsen en verzekeraars bedragen ongeveer 10 miljard euro (zie figuur 13). Vooral voor kleinere financiële instellingen bieden dergelijke fondsen een relatief eenvoudige manier om posities in private credit op te bouwen. Grotere verzekeraars en pensioenfondsen maken daarnaast vaker gebruik van mandaten waarin meer maatwerk mogelijk is. Overigens wordt veelal geïnvesteerd in gesloten fondsen, waardoor nauwelijks sprake is van mogelijke liquiditeitsmismatches als gevolg van terugkoopverzoeken. Daarnaast laat figuur 13 zien dat sprake is van concentratie bij een beperkt aantal vermogensbeheerders. Zo zijn vijf vermogensbeheerders goed voor ongeveer 80% van de totale beleggingen in private creditfondsen. Ten slotte beleggen huishoudens ook in private creditfondsen, maar deze blootstellingen zijn in Nederland – mede vanwege het collectieve pensioenstelsel – klein.

Daarnaast verstrekken Europese banken leningen aan private creditfondsen, al lijkt de omvang relatief beperkt. Europese banken lijken over het algemeen minder intensief betrokken bij het private creditsegment dan grote Amerikaanse banken, al hebben enkele Europese banken wel materiële blootstellingen (ECB, 2024). Dit betreft voornamelijk financiering op fondsniveau. In beperkte mate verstrekken Europese banken ook *subscription lines*, wat een vorm van korte-termijn financiering aan beleggingsfondsen is waarbij toegezegd kapitaal van beleggers als onderpand wordt gebruikt. De feitelijke blootstellingen kunnen echter worden onderschat, aangezien banken ook krediet verstrekken aan ondernemingen die mede worden gefinancierd door private creditfondsen. Daarnaast nemen de verwevenheden tussen banken en private creditfondsen toe via het gebruik van *synthetic risk transfers* (zie 'Box 4 Toenemende verwevenheid banken en private credit via SRT's').

Figuur 13 Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen investeren een deel van de private creditbeleggingen via private creditfondsen met een hoge concentratie bij de vijf grootste beheerders



Box 4 Toenemende verwevenheid banken en private credit via SRT's

Synthetic risk transfers (SRT's) zijn securitisatie transacties waarmee banken een deel van het kredietrisico van hun leningenportefeuille overdragen aan beleggers. Anders dan bij traditionele securitisaties blijven de leningen op de balans van de bank staan, terwijl het kredietrisico via garanties of vergelijkbare afspraken wordt doorgegeven aan beleggers. Banken gebruiken SRT's vaak om kapitaalverlichting te verkrijgen via een verlaging van de risicogewogen activa, wat onder bepaalde voorwaarden is toegestaan.

Europese banken maken de afgelopen jaren in toenemende mate gebruik van SRT's. De geschatte omvang van de Europese SRT-markt is sinds 2022 verdubbeld naar 390 miljard euro. Nederlandse banken hebben naar schatting ongeveer 22 miljard euro aan SRT's afgesloten, wat gelijk staat aan circa 6% van de Europese SRT-markt. Banken plaatsen een aanzienlijk deel van hun SRT's bij private creditfondsen, gevolgd door andere beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen (EBA, 2025).

De toenemende betrokkenheid van private credit bij SRT's versterkt de verwevenheid tussen banken en niet-banken. Kredietrisico's die via SRT's formeel van banken naar private creditfondsen zijn overgedragen, kunnen indirect terugkeren wanneer banken tegelijkertijd financiering verstrekken aan deze fondsen. In dergelijke gevallen kunnen zogenaamde *circles of risk* ontstaan (BIS, 2026). Dit kan leiden tot indirecte kredietblootstellingen die moeilijker te identificeren zijn en in stresssituaties tot onverwachte verliezen leiden.



Aandachtspunten voor adequate beheersing van kwetsbaarheden in private credit

Private credit kan economische groei ondersteunen, maar brengt ook nieuwe kwetsbaarheden voor de financiële stabiliteit met zich mee.

Door het bieden van alternatieve financiering vergroot private credit de diversiteit op kredietmarkten, waarmee de afhankelijkheid van bank-financiering afneemt. Tegelijkertijd gaat deze vorm van kredietverlening gepaard met specifieke kwetsbaarheden, zoals hogere kredietrisico's en meer complexiteit. Dit bemoeilijkt het monitoren en beoordelen van risico's (FSB, 2025). Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is het daarom van belang om de economische voordelen van private credit te behouden door de bijbehorende risico's te beheersen met meer transparantie en adequaat risicobeheer.

Vanuit macroprudentieel perspectief is het beperkte zicht op verwevenheden binnen het private creditecosysteem een belangrijke uitdaging. Tegen deze achtergrond heeft DNB begin dit jaar een gerichte uitvraag geïnitieerd naar de private asset blootstellingen – inclusief private credit – van de grootste Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. De eerste resultaten van deze uitvraag zijn reeds meegenomen in dit hoofdstuk, maar de volledige resultaten volgen later dit jaar. Deze resultaten dragen bij aan een beter zicht op de potentiële kwetsbaarheden. Daarnaast draagt DNB vanuit haar rol binnen het *Single Supervisory Mechanism* (SSM) bij aan het monitoren van bancaire blootstellingen aan private credit.

Gezien het sterk grensoverschrijdende karakter en de verdere groei van de private creditmarkt en zijn internationale coördinatie en aanvullende data essentieel. DNB levert daarom een bijdrage aan het werk van internationale gremia, onder meer gericht op informatie-uitwisseling en de ontwikkeling van geharmoniseerde definities en monitoringindicatoren (FSB, 2026). Tegelijkertijd kan het ook in de toekomst noodzakelijk zijn aanvullende ad hoc uitvragen te doen of standaardrapportages rondom private credit te verbeteren. Dit is van belang om blootstellingen en verwevenheden beter te kunnen monitoren en, waar relevant, te onderwerpen aan scenarioanalyses en stresstesten.

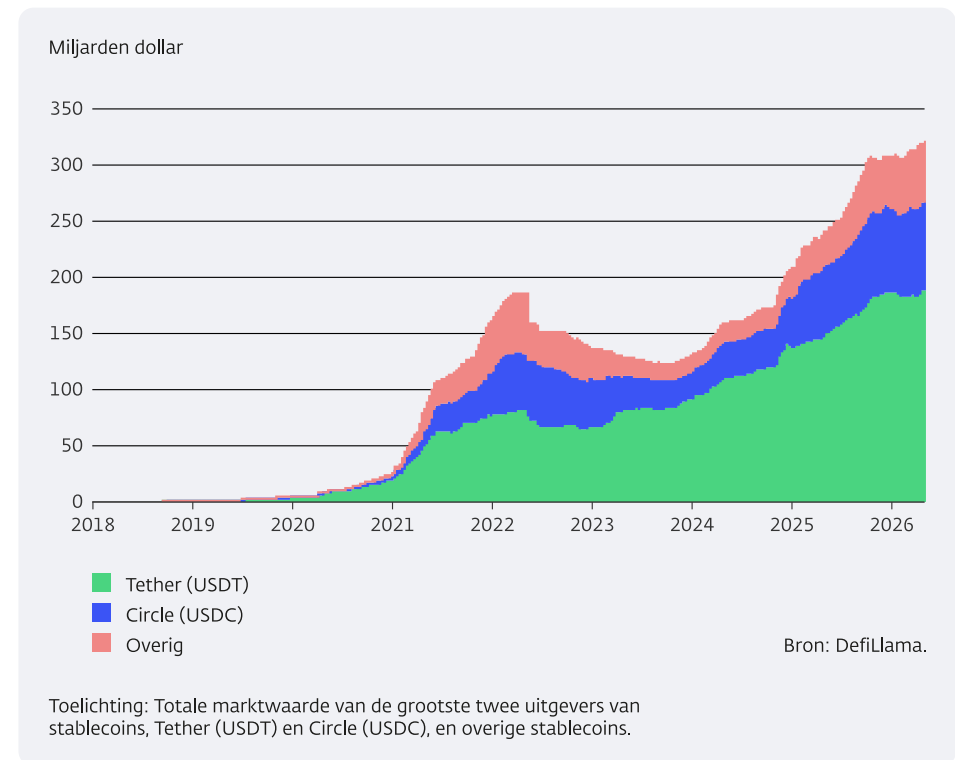
Tot slot is het belangrijk dat financiële instellingen zorgen dat hun risicobeheer aansluit bij het karakter van private creditbeleggingen.

Private creditbeleggingen gaan doorgaans gepaard met meer ondoorzichtigheid, complexiteit en heterogeniteit. Beperkte transparantie in waarderingen en kredietkwaliteit vereisen bijvoorbeeld voldoende interne expertise om kredietrisico's en contractuele kenmerken kritisch te kunnen beoordelen, evenals robuuste en onafhankelijke waarderingmethodes (DNB, 2023). Ook is het voor financiële instellingen van belang te beoordelen in hoeverre de totale blootstelling aan private credit past binnen het risicoprofiel van de instelling. Tegelijkertijd kunnen private creditbeleggingen niet als één uniforme activaklasse worden behandeld vanwege verschillen in senioriteit, looptijd, liquiditeit en transparantie. Het is zodoende belangrijk dat deze kenmerken expliciet worden meegenomen in beleggingsbeslissingen, waarderingen en stresstesten. Daarbij is extra aandacht nodig voor soortgelijke blootstellingen, aangezien private creditportefeuilles vaak sterk zijn geconcentreerd in specifieke sectoren.

3 Wat betekent de opkomst van stablecoins voor financiële stabiliteit?

De markt voor stablecoins groeit – vooral in de VS – snel. Stablecoins zijn crypto-activa die hun waarde stabiel proberen te houden ten opzichte van een gangbare valuta, zoals de euro of de Amerikaanse dollar. Uitgevers van deze cryptomunten houden traditionele activa aan, zoals kortlopende staatsobligaties en bankdeposito's, om deze koppeling te waarborgen. De afgelopen jaren zijn stablecoins snel gegroeid tot een mondiale marktwaarde van circa 300 miljard dollar (zie figuur 14). Nagenoeg alle stablecoins zijn gedenomineerd in Amerikaanse dollars (99% van de uitstaande hoeveelheid) en de markt kent een hoge mate van concentratie. Zo vertegenwoordigen de twee grootste uitgevers – Tether en Circle – meer dan 80 procent van de totale markt. Bovendien zet de Amerikaanse regering in op verdere groei van de markt voor dollar-stablecoins, waardoor schattingen over de toekomstige omvang uiteenlopen van circa 500 tot 3700 miljard dollar (IMF, 2025). Ook in Europa begint de stablecoinmarkt zich te ontwikkelen, mede dankzij de invoering van het regelgevend kader *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR) dat sinds juni 2024 van kracht is (ECB, 2026). Zo heeft de Franse bank Société Générale – via een dochteronderneming – inmiddels een stablecoin in euro en dollars uitgegeven, terwijl een consortium van een groep Europese banken – waaronder de drie Nederlandse grootbanken – werkt aan de lancering van een gezamenlijke euro-stablecoin. Niettemin is de marktkapitalisatie van stablecoins gedenomineerd in euro nog zeer beperkt.

Figuur 14 De stablecoinmarkt is snel gegroeid, maar blijft vooralsnog geconcentreerd bij twee grote uitgevers

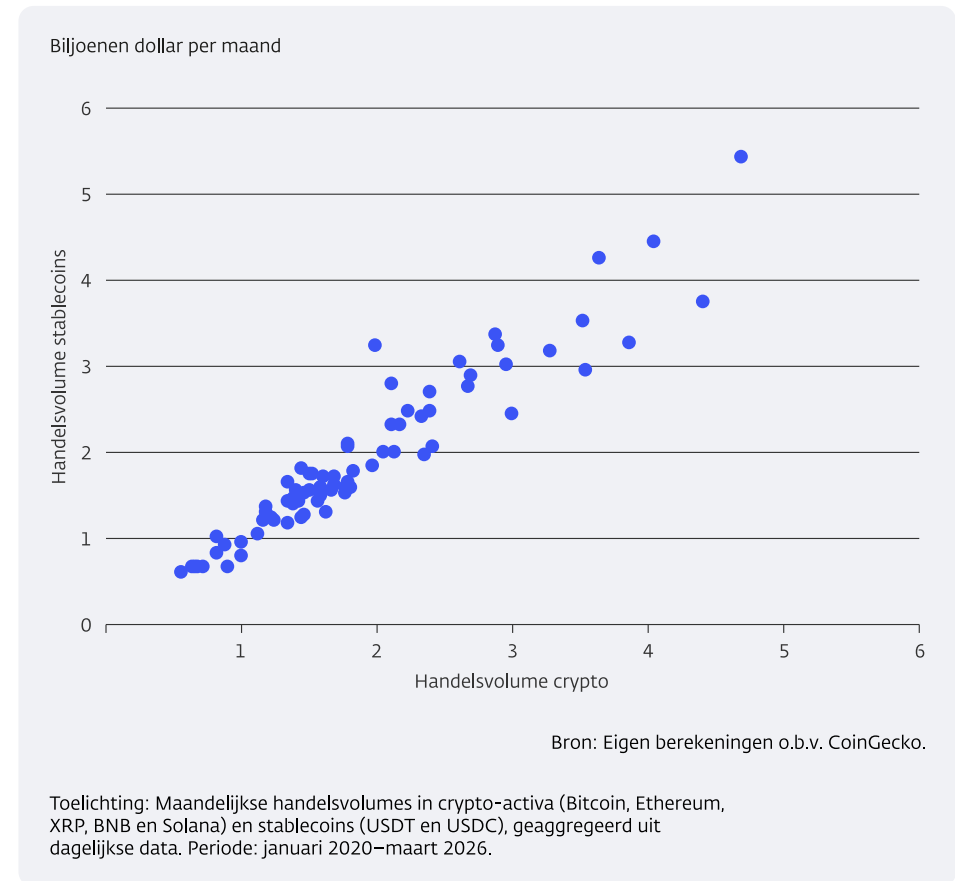


Dit hoofdstuk onderzoekt wat de opkomst van stablecoins betekent voor financiële stabiliteit. Daartoe analyseren we verschillende kanalen waarlangs stablecoins – zeker in scenario's van verdergaande groei – impact kunnen hebben op financiële stabiliteit. Het hoofdstuk sluit af met beleidsmatige overwegingen.

Stablecoins worden momenteel beperkt gebruikt, maar hebben potentieel voor bredere inzet

Ondanks de snelle groei zijn de toepassingen van stablecoins tot op heden beperkt. Hoewel de stablecoinmarkt de afgelopen jaren flink is gegroeid, vormen stablecoins slechts 13% van de totale markt voor crypto-activa. Daarbij worden stablecoins door hun relatief stabiele waarde vooral ingezet als afwikkel- en ruilmiddel voor de handel in ongedekte crypto-activa. Handelaren gebruiken stablecoins bijvoorbeeld om snel geld te verplaatsen tussen verschillende handelsplatformen. Zodoende kan de vraag naar stablecoins toenemen naarmate de handel in crypto-activa verder groeit. Dit verband wordt geïllustreerd door de hoge correlatie tussen maandelijkse handelsvolumes van ongedekte crypto-activa en stablecoins (zie figuur 15). Daarnaast gebruiken handelaren stablecoins om via crypto-activa te speculeren. In opkomende en ontwikkelingslanden met een relatief instabiele valuta worden stablecoins ook voor andere doeleinden ingezet. Ze worden bijvoorbeeld gebruikt als oppotmiddel wanneer consumenten en bedrijven meer vertrouwen hebben in dollar-stablecoins dan in de lokale munt (IMF, 2025). Tegen die achtergrond worden stablecoins ook steeds vaker gebruikt in het grensoverschrijdende betalingsverkeer, zoals *remittances* (IMF, 2026).

Figuur 15 Handelsvolumes in stablecoins bewegen mee met die van ongedekte crypto-activa



Het groeipotentieel van stablecoins is afhankelijk van de mate waarin nieuwe toepassingen geadopteerd worden. Ondanks verbeteringen – zoals het koppelen van *instant payment* systemen – zijn internationale betalingen in veel landen nog relatief traag en kostbaar. In deze context kunnen stablecoins een rol gaan spelen in het versnellen en goedkoper maken van grensoverschrijdend betalingsverkeer (ECB, 2026). Aanvullende concurrentie vanuit stablecoins zou druk kunnen zetten op bestaande partijen om hun dienstverlening verder te verbeteren (DNB, 2026). Een andere mogelijk nieuwe toepassing hangt samen met de opkomst van tokenisatie. Bij tokenisatie worden financiële activa digitaal gerepresenteerd op een gedeelde digitale infrastructuur (DLT). Dit maakt het mogelijk om transacties *real-time* en meer geautomatiseerd uit te voeren. Voor de afwikkeling van deze transacties is digitaal geld nodig dat op dezelfde infrastructuur kan worden gebruikt. Volgens sommige marktpartijen zouden stablecoins deze rol (deels) kunnen vervullen. Ten slotte kan de opkomst van digitale platforms en apps, zoals e-commerce platforms, het gebruik van stablecoins ondersteunen, zeker als grote technologiebedrijven in de toekomst stablecoins integreren in hun bedrijfsmodel en deze toegankelijk maken voor een breed publiek. Dergelijke partijen kunnen door hun schaalvoordelen, netwerkeffecten en het gebruik van transactiedata snel een dominante positie verwerven in het betalingsverkeer.

Een bredere adoptie van stablecoins kan invloed hebben op het functioneren van het mondiale betalingsverkeer. Zo kan verdere groei van stablecoins bijdragen aan fragmentatie van het betalingsverkeer wanneer stablecoins worden uitgegeven op verschillende DLT-infrastructuren (BIS, 2026). Ook kan de afhankelijkheid van een beperkt aantal, veelal buitenlandse, dienstverleners toenemen. In de recente *Comprehensive Payment Strategy* van het Eurosysteem en de *Visie op Betalen* van DNB worden concrete stappen uiteengezet om deze potentiële risico's te mitigeren (DNB, 2026; ECB, 2026). Zo onderzoekt het Eurosysteem via de projecten Pontes en Appia hoe DLT-gebaseerde transacties kunnen worden afgewikkeld in centralebankgeld.

Ondanks het groeipotentieel lijkt op dit moment een grootschalige doorbraak van stablecoins als betaalmiddel of opspottmiddel in het eurogebied minder waarschijnlijk. Grootschalige adoptie ligt om meerdere redenen minder voor de hand. Zo is sprake van een hoge efficiëntie van het Europese betalingsverkeer, waardoor betalingen binnen het eurogebied relatief snel en goedkoop plaatsvinden (ECB, 2025). Ook is het de vraag of stablecoins in het grensoverschrijdend betalingsverkeer daadwerkelijk goedkoper zullen uitvallen. Zo brengt het verwerken van transacties op DLT-infrastructuren kosten met zich mee en zijn gecentraliseerde dienstverleners zoals wallet aanbieders en crypto-handelsplatformen nodig die kosten rekenen voor toegang, dienstverlening en naleving van regels. Daarnaast is in Europa sprake van een hoge mate van financiële inclusie doordat consumenten en bedrijven over diverse financiële producten beschikken die rendement opleveren, zoals bancaire deposito's en geldmarktfondsen. Dit neemt echter niet weg dat verdere mondiale adoptie gevolgen kan hebben voor het Europese en Nederlandse financiële stelsel.

Kansen en risico's van stablecoins vereisen een solide regelgevend kader met voldoende oog voor internationale harmonisatie

Om bij te dragen aan een veilig en transparant gebruik van stablecoins is in Europa de afgelopen jaren een solide regelgevend kader ontwikkeld. De uitgifte van stablecoins brengt financiële risico's met zich mee, vooral wanneer uitgevers onvoldoende liquide reserves aanhouden om de koppeling met fiatvaluta te kunnen waarborgen. Daarom stelt MiCAR strikte eisen aan de kwaliteit, samenstelling en beheer van reserves. Uitgevers van stablecoins zijn bijvoorbeeld verplicht om een significant deel van hun reserves in de vorm van deposito's bij Europese banken aan te houden. In Europa houdt de Europese Bankautoriteit bovendien toezicht op de grootste stablecoin-uitgevers, terwijl DNB verantwoordelijk is voor het toezicht op Nederlandse uitgevers die onder een bepaalde omvang blijven (EBA, 2023). Daarmee dekt MiCAR een groot deel van de risico's op instellingsniveau af en draagt zij bij aan een veiliger en transparanter crypto-ecosysteem binnen de EU.

Niettemin is internationaal sprake van verschillen in regelgeving, waarmee het risico op arbitrage en grensoverschrijdende overloopeffecten toeneemt. Zo bestaan internationaal verschillen in reservevereisten en de mate waarin stablecoin modellen kunnen worden opgezet (zie 'Box 5 Ondanks inspanningen blijven grote internationale verschillen in de regulering van stablecoins bestaan'). Dit vergroot de kans op toezicht-arbitrage. Voor uitgevers van stablecoins ontstaat immers een prikkel om de uitgifte te doen onder de vlag van jurisdicties met een relatief gunstig toezichtregime, terwijl de risico's – vanwege het grensoverschrijdende karakter – internationaal van aard zijn. Zogenaemde *multi-issuance* structuren maken het bijvoorbeeld mogelijk voor een Amerikaanse uitgever om via een dochteronderneming in de EU stablecoins uit te geven die technisch uitwisselbaar worden gemaakt met stablecoins die buiten de EU zijn uitgegeven. In geval van stress vergroot dit het risico op een run op de Europese dochter (ECB, 2025), wanneer stablecoin-houders buiten Europa bij de Europese dochter kosteloos en op grote schaal inwisselverzoeken indienen (OFS najaar, 2025). Vooral bij verdere groei van de wereldwijde stablecoinmarkt neemt de kans op dergelijke overloopeffecten toe.

Box 5 Ondanks inspanningen blijven grote internationale verschillen in de regulering van stablecoins bestaan

Sinds 30 juni 2024 is MiCAR binnen de Europese Unie van kracht.

Onder deze regelgeving zijn uitgevers van stablecoins verplicht om ten minste 30% van hun reserves in de vorm van deposito's bij Europese banken aan te houden. Voor stablecoins die als significant worden aangemerkt, neemt dit percentage toe tot 60%.⁵ De resterende reserves moeten worden belegd in andere zeer liquide financiële instrumenten zoals kortlopende staatsobligaties. Daarnaast verbiedt MiCAR het in rekening brengen van kosten voor het inwisselen van stablecoins tegen de onderliggende valuta.

In de Verenigde Staten is in juli 2025 de GENIUS Act aangenomen.

Net als onder MiCAR moeten stablecoins volledig worden gedekt door liquide middelen, al schrijft de GENIUS Act minder gedetailleerd voor waar deze reserves uit moeten bestaan (zie tabel 3). Daardoor is een relatief grote allocatie naar kortlopende Amerikaanse staatsobligaties mogelijk en mogen reserves ook worden aangehouden in geldmarktfondsen. Daarnaast mogen uitgevers in de VS kosten in rekening brengen voor het inwisselen van stablecoins tegen de onderliggende valuta.

In het Verenigd Koninkrijk wordt momenteel een regelgevend kader voor crypto-activa ontwikkeld, waar ook stablecoins onder gaan vallen. Daarbij lijkt het VK te gaan kiezen voor gedeeltelijk andere maatregelen om dezelfde beleidsdoelen als de VS en de EU te bereiken. Zo wordt onderscheid gemaakt tussen systeemrelevante en niet systeemrelevante stablecoins. Uitgevers van systeemrelevante

stablecoins zullen onder strenger toezicht van de Bank of England vallen, moeten limieten aan het stablecoinbezit van klanten opleggen en worden verplicht een deel van hun reserves aan te houden als deposito bij de centrale bank. Ook overweegt de Bank of England toegang tot centrale bank liquiditeit in tijden van stress voor deze stablecoins.

Tabel 3 Regelgevende kaders voor stablecoins verschillen tussen jurisdicties

	MiCAR (EU)	GENIUS Act (VS)	Voorstellen in VK
Type reserves	Zeer liquide activa, waarvan minimaal 30% bankdeposito's (60% voor significante stablecoins)	Bredere set aan liquide activa goedgekeurd door toezicht-houder, geen minimale drempels	Deposito's bij centrale bank voor systeemrelevante stablecoins en kortlopende staatsobligaties
Kosten inwisseling token tegen onderliggende reserve	Geen kosten toegestaan	Kosten toegestaan	Kosten toegestaan, maar sterk beperkt
Aanhoudingslimieten gebruikers	Geen	Geen	Wel voor systeemrelevante stablecoins
Toegang liquiditeits-faciliteiten centrale bank	Geen indien de uitgever een niet-bancaire partij is; banken vallen onder bestaande regime	n.t.b.	Mogelijk voor uitgevers van niet-bancaire systeemrelevante stablecoins

⁵ Stablecoins worden als significant aangemerkt op basis van verschillende criteria, zoals de omvang, aantal gebruikers en verwevenheid met het financiële stelsel.

Verdere adoptie stablecoins vergroot impact op het financiële stelsel

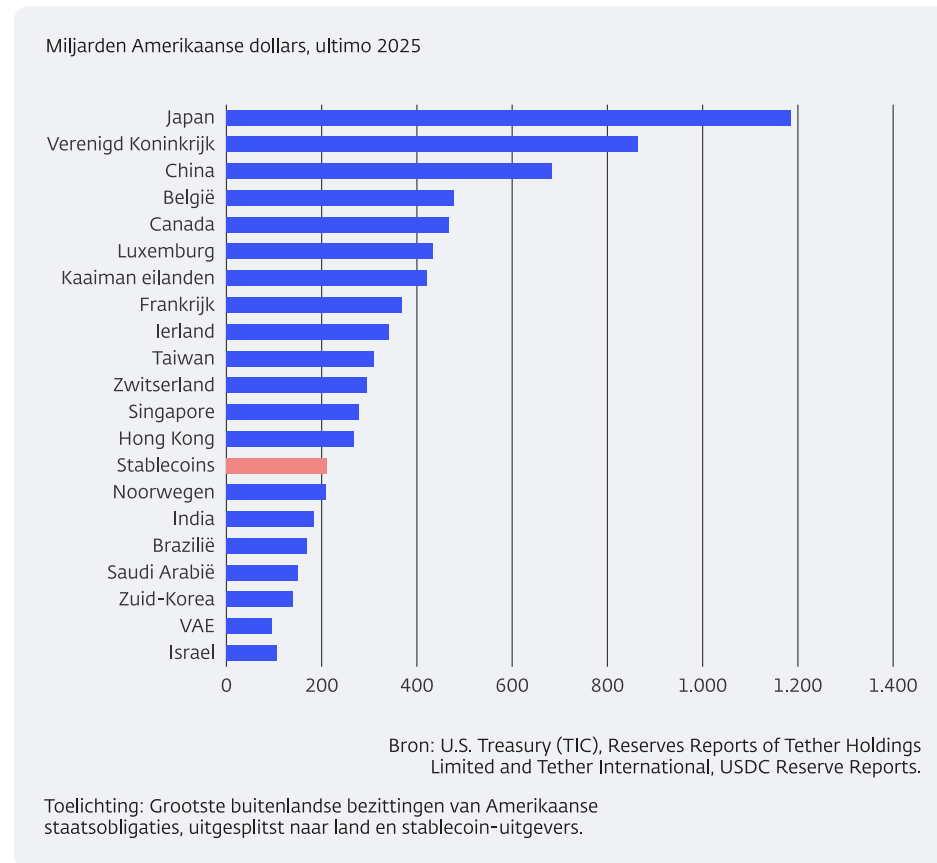
Vanwege de beperkte omvang zijn stablecoins momenteel niet systeemrelevant, al neemt de verwevenheid met het traditionele financiële stelsel bij verdere groei toe. De directe blootstellingen van Europese huishoudens en financiële instellingen aan stablecoins zijn momenteel klein ([ECB, 2025](#)), waardoor de directe risico's voor de financiële stabiliteit vooralsnog beperkt blijven. Tegelijkertijd kunnen financiële instellingen – via verwevenheden met het bancaire stelsel – ook indirect geraakt worden door stress op de stablecoinmarkt. Dit bleek bijvoorbeeld in maart 2023, toen de dollar-stablecoin USDC tijdelijk zijn koppeling aan de dollar verloor nadat een deel van de reserves bij Silicon Valley Bank niet direct beschikbaar waren ([Fed, 2025](#)). Bij aanhoudende groei van de stablecoinmarkt nemen blootstellingen en verwevenheden met het traditionele financiële stelsel toe ([FSB, 2025](#)). Op hoofdlijnen kunnen stablecoins langs twee verschillende kanalen impact hebben op het financiële stelsel, namelijk financiële markten en bankfinanciering. Beide kanalen worden hieronder toegelicht.

Stablecoins kunnen systeemrelevant worden door in stresssituaties bij te dragen aan correcties op financiële markten. Wanneer veel beleggers gelijktijdig hun stablecoins willen inwisselen, kan dit leiden tot gedwongen verkopen van de reserves die stablecoin-uitgevers aanhouden. Dit kan bijvoorbeeld ontstaan wanneer het vertrouwen in een grote stablecoin-uitgever sterk daalt, of wanneer ongedekte crypto-activa flink in waarde dalen en beleggers massaal de cryptomarkt verlaten ([Fed, 2024](#)). Aangezien veel reserves aangehouden worden in de vorm van financiële activa kunnen

gedwongen verkopen van deze reserves bewegingen op financiële markten versterken. Momenteel bestaan de reserves van dollar-stablecoins voornamelijk uit Amerikaanse staatsobligaties (*Treasuries*) en hebben zij ruim 200 miljard dollar aan *Treasuries* in bezit. Dit staat gelijk aan circa 0,8% van de totale *Treasury* markt en is vergelijkbaar met de hoeveelheid *Treasuries* die landen zoals Noorwegen of India bezitten (zie figuur 16). Onderzoekers van de BIS becijferen dat een uitstroom van 3,5 miljard dollar aan stablecoins beleggingen kan leiden tot een stijging van de rente op kortlopende *Treasuries* van 6 tot 8 basispunten ([BIS, 2025](#)). Dit is nog niet zorgelijk, maar dergelijke schokken kunnen bij verdere groei van de stablecoinmarkt een steeds grotere invloed hebben op *Treasuries*.

Via dit kanaal kan de groei van dollar-stablecoins ook relevant worden voor Nederlandse financiële instellingen, omdat zij posities aanhouden in Amerikaans staatspapier. Verkennende analyses naar de mogelijke risico's voor financiële instellingen in een dergelijk scenario laten zien dat de kwetsbaarheden vooralsnog beperkt lijken (zie 'Box 6 Grote Nederlandse banken bestand tegen volatiliteit op *Treasury* markten door grootschalige stablecoin inwisselingen'). Op eenzelfde wijze zouden euro-stablecoins in de toekomst een grotere rol kunnen gaan spelen op Europese staatsobligatiemarkten. Dit zal echter pas het geval zijn na een substantiële groei, aangezien de marktomvang van euro-stablecoins momenteel zeer beperkt is en hun reserves nagenoeg niet zijn belegd in Europees schuld papier. Bovendien zijn de potentiële risico's in Europa naar verwachting relatief kleiner, omdat stablecoin-uitgevers in Europa een kleiner deel van hun reserves mogen aanhouden in staatsobligaties (vanwege de minimumvereiste rondom bankdeposito's in Europese regelgeving, zie ook [ECB, 2026](#)).

Figuur 16 Stablecoin-uitgevers zijn belangrijke houders van Amerikaanse staatsobligaties



Daarnaast kan de systeemrelevantie van stablecoins toenemen indien de Europese markt flink groeit en de financieringsstructuur van banken gaat beïnvloeden. Uitgevers van euro-stablecoins zijn verplicht om een substantieel deel van hun reserves aan te houden in de vorm van bankdeposito's, wat kan leiden tot een toename van zakelijke deposito's op de balans van banken (zie tabel 3). Vergelijkbaar met verkoopdruk op staatsobligaties kunnen uitgevers van stablecoins hierdoor in stresssituaties hun bankreserves aanspreken, wat de liquiditeitspositie van banken onder druk kan zetten en potentiële liquiditeitsrisico's met zich meebrengt (ECB, 2025). Bij brede adoptie van stablecoins in het eurogebied zou dan mogelijk een uitruil kunnen plaatsvinden met spaartegoeden bij banken. Wanneer huishoudens hun deposito's verkleinen, neemt een belangrijke en doorgaans stabiele financieringsbron voor banken af, terwijl zakelijke deposito's toenemen op de balans van banken.

Box 6 Grote Nederlandse banken bestand tegen volatiliteit op *Treasury* markten door grootschalige stablecoin inwisselingen

Treasuries spelen een belangrijke rol in het liquiditeitsbeheer en de dollarfinanciering van Nederlandse banken. Ze houden deze obligaties onder meer aan als onderdeel van hun hoogwaardige liquide activa (HQLA), de buffer die kan worden aangesproken bij een acute liquiditeitsbehoefte. Nederlandse grootbanken houden ongeveer 20 miljard dollar aan *Treasuries* aan, wat circa 8% van de totale HQLA-positie betreft. Met een gemiddelde looptijd van 5,3 jaar zijn dit voornamelijk langer lopende obligaties.

Verdere groei van de dollar-stablecoinmarkt kan bij stress bijdragen aan grote bewegingen op *Treasury* markten. De dollar liquiditeitsbuffer van Nederlandse banken kan in de toekomst op twee manieren worden geraakt wanneer sprake is van grote schokken op *Treasury* markten. Bij een forse waardedaling van *Treasuries* daalt de HQLA, waardoor deze activa bij gedwongen verkoop minder opleveren. Ook kunnen banken minder dollars aantrekken via repo transacties. *Treasuries* fungeren immers als onderpand voor dergelijke transacties en krijgen te maken met hogere *haircuts*. Daarnaast raken correcties op *Treasuries* ook pensioenfondsen en verzekeraars door waardedalingen op hun balansen, en indirect doordat banken minder dollars kunnen uitlenen voor het afdekken van valutarisico's op Amerikaanse beleggingen (OFS najaar, 2025).

Stress op *Treasury* markten leidt echter niet automatisch tot liquiditeitsproblemen bij Nederlandse banken. In een gestileerd stressscenario veronderstellen we dat *Treasuries* in de HQLA-portefeuille van Nederlandse grootbanken plotseling met 5% in waarde dalen als gevolg van gedwongen verkopen door stablecoin-uitgevers.⁶ Zelfs in een scenario waarin de stablecoinmarkt verder groeit richting 2 biljoen dollar in 2028 is dit een zwaar scenario.⁷ In een dergelijk scenario kunnen Nederlandse banken ongeveer 1 miljard dollar minder ophalen via de verkoop van *Treasuries* of de Amerikaanse repomarkt. Dit leidt niet noodzakelijkerwijs tot liquiditeitsstress, aangezien banken over een resterende dollarliquiditeitsbuffer van circa 19 miljard beschikken. Pas wanneer dergelijke bewegingen samenvallen met een abrupt hogere vraag naar dollars vanuit andere instellingen neemt de kans op liquiditeitsproblemen toe. Tegelijkertijd spelen *Treasuries* een centrale rol in het mondiale financiële stelsel, waardoor verstoringen via indirecte kanalen en overloopeffecten breder kunnen doorwerken dan dit eenvoudige scenario suggereert.

⁶ Deze schok weerspiegelt zowel koersdalingen op kortlopende Amerikaanse staatsobligaties als een verslechtering van liquiditeits- en financieringscondities, bijvoorbeeld door oplopende *repo haircuts*.

⁷ Het Amerikaanse ministerie van Financiën schatte in april 2025 dat de stablecoinmarkt tegen 2028 een marktomvang van 2 biljoen dollar zou kunnen bereiken (IMF, 2025).

Beleid: Snelle groei van stablecoins vraagt om continue monitoring, robuust toezicht en grensoverschrijdende coördinatie

De verdere groei van stablecoins vraagt om een gecoördineerde beleidsaanpak op meerdere terreinen. Dit betreft het verbeteren van monitoring en dataverzameling, de verdere ontwikkeling en harmonisatie van regelgevende en toezichthoudende kaders, en het versterken van de risicobeheersing door financiële instellingen.

Om de risico's van stablecoins tijdig en consistent te kunnen beoordelen, is goede monitoring, dataverzameling en internationale samenwerking noodzakelijk. Het zicht op het gebruik van stablecoins door Nederlandse huishoudens en bedrijven is momenteel beperkt, mede door dat veel transacties buiten het gereguleerde financiële stelsel plaatsvinden. Dit bemoeilijkt het verkrijgen van een totaalbeeld en kan leiden tot onderschatting van grensoverschrijdende risico's. Het is daarom belangrijk dat jurisdicties – in lijn met FSB aanbevelingen - hun datacapaciteit en infrastructuur verbeteren en dat informatie-uitwisseling tussen jurisdicties wordt versterkt (FSB, 2025). In dit kader werkt DNB aan het verder in kaart brengen van data over crypto-activabezit via macroeconomische statistische rapportages, onder meer in het kader van de G20.

Daarnaast is verdere versterking van regelgevende kaders cruciaal om de risico's van stablecoins te beperken. De herziening van MiCAR in 2027 biedt in Europa een belangrijk aanknopingspunt om bestaande hiaten te adresseren. Gezien het internationale karakter van stablecoins acht DNB het van belang dat grensoverschrijdend gebruik mogelijk blijft, met oog voor adequate bescherming van consumenten en beheersing van financiële stabiliteitsrisico's. Duidelijke Europese afspraken over *multi-issuance* kunnen de risico's en juridische onzekerheid beperken. Ook is verdere afstemming en centralisatie van het toezicht op marktinfrastructuur wenselijk. In dat licht is DNB positief over de voorstellen van de Europese Commissie om het toezicht op crypto-handelsplatformen bij ESMA te centraliseren (EC, 2025). Tot slot is het van belang dat microprudentiële risico's voor banken voldoende worden ondervangen in wet- en regelgeving. DNB hecht daarom belang aan de mondiale implementatie van de kapitaalstandaard voor crypto's van het Bazels Comité voor Banktoezicht en, in de tussentijd, toepassing van het transitierégime onder de CRR3/CRD6 in de EU (DNB, 2024).

Ten slotte neemt het belang van adequate risicobeheersing door banken toe als gevolg van de snelle groei van stablecoins. Bij verdere groei van de dollar-stablecoinmarkt kan grootschalige inwisseling van stablecoins bewegingen op de *Treasury* markt versterken. Daarbij is het van belang dat banken dergelijke liquiditeitsrisico's – in lijn met de CRD6 regelgeving – expliciet verankeren in hun eigen risicomanagement. Dit kan bijvoorbeeld door stablecoin-gerelateerde schokken op te nemen in interne stresstesten en door limieten te herijken voor tegenpartijen met substantiële stablecoin-blootstellingen.

Hoofdauteurs: Annick van Ool en Nander de Vette

Data ondersteuning: Jack Bekooij

Medeauteurs van de specifieke hoofdstukken

Risicobeeld

Lennert Branderhorst, Francesco Caloia, Daniel Dimitrov, Robert van Geffen, Kasper Goosen, Birger IJsenbrand, Teun Landheer, Dorien de Leeuw, Niek de Meijer, Floortje Merten, Remco van der Molen, Anna Thoolen, Robert Vermeulen, Max Wetzer en Lu Zhang.

Private credit in opmars: alternatieve financieringsbron, maar risico's beperkt in beeld?

Daniel Dimitrov, Anna Thoolen, Ralph Verhoeks, Niek Verhoeven

Wat betekent de opkomst van stablecoins voor financiële stabiliteit?

Mathijs olde Scheper, Razvan Vlahu, Lu Zhang

Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2026

©2026 De Nederlandsche Bank N.V.

Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

020 524 91 11

dnb.nl

Volg ons op:

 Instagram

 LinkedIn

 X

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM