

Overzicht Financiële Stabiliteit

Najaar 2025

DeNederlandscheBank

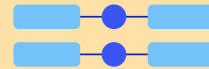
EUROSYSTEEM

Inhoudsopgave

Samenvatting



1 Risicobeeld



Verkenning van de sterke groei
in stablecoin markten



2 Concurrentievermogen in
een veranderende wereld



Samenvatting

De risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit blijven verhoogd als gevolg van aanhoudende geopolitieke spanningen en mondiale onzekerheid over het economisch beleid. De economische onzekerheid hangt vooral samen met internationale handel en overheidsfinanciën. Ondanks het handelsakkoord tussen de VS en Europa blijft de onzekerheid over handelsheffingen aanzienlijk hoger dan vorig jaar, wat het vertrouwen van consumenten en bedrijven drukt. Daarnaast kunnen geopolitieke spanningen via verschillende kanalen bestaande risico's vergroten, zoals prijsschommelingen op financiële markten en complexere digitale en hybride bedreigingen. Ook staat de internationale rechtsorde onder druk, waardoor mondiale samenwerking en consistentie van beleid en regelgeving afneemt.

Hoge waarderingen op financiële markten vergroten de kans op abrupte correcties, terwijl stijgende lange rentes de schuldhoudbaarheid van overheden op scherp zetten. Het sentiment op financiële markten is positief en – vooral Amerikaanse – aandelen zijn historisch hoog gewaardeerd. De hoge waarderingen maken aandelenmarkten kwetsbaar voor ongunstige ontwikkelingen, zoals een onverwachte toename van inflatie of een minder positieve impact op de economie van AI dan beleggers verwachten. Op meer middellange termijn zijn financiële markten ook kwetsbaar voor politieke aanvallen op democratische instituties die belangrijk zijn voor economische groei en stabiliteit. Wanneer de onafhankelijkheid van centrale banken bijvoorbeeld in het geding komt, kan dit leiden tot hogere inflatie en meer prijsschommelingen op financiële markten. Ook is het voor veel landen steeds uitdagender om een houdbaar begrotingsbeleid te voeren, onder meer door hogere rentes op (langlopende) staatsobligaties en extra druk op uitgaven. Vooral in Frankrijk is de onzekerheid rondom de houdbaarheid van de overheids-schuld toegenomen, al is vooralsnog geen sprake van overloopeffecten naar andere Europese landen.

Nederlandse financiële instellingen beschikken over solide buffers. De combinatie van hogere rentes en gematigde groei heeft de afgelopen jaren bijgedragen aan de sterke financiële positie van financiële instellingen. Zo hebben Nederlandse banken stevige buffers en ruime liquiditeitsposities. Verder zijn kredietverliezen – ondanks de economische onzekerheid – laag. Ook de financiële positie van verzekeraars en pensioenfondsen is verbeterd. Om de financiële positie in aanloop naar de pensioentransitie te beschermen, hebben veel pensioenfondsen de renteafdekking verhoogd. Begin volgend jaar zal 30 tot 40 procent van het belegd vermogen van de Nederlandse pensioensector overgaan naar het nieuwe stelsel. Dit zal leiden tot wijzigingen in het beleggingsbeleid, waaronder een lagere renteafdekking.

Tegelijk is sprake van toenemende verwevenheid tussen banken en niet-bancaire financiële instellingen, mede door de groei van *private credit*. Voor banken en niet-banken is het daarom belangrijk goed zicht te hebben op de risico's en onderlinge afhankelijkheden in hun krediet-portefeuilles. Daarnaast raken traditionele markten steeds meer verbonden met de – vooral in de VS – snel groeiende markt voor stablecoins. Stablecoins en onderliggende technologieën bieden mogelijkheden voor een efficiënter (grensoverschrijdend) betalingsverkeer, al kan de snelle groei ook gepaard gaan met risico's voor de financiële stabiliteit. Daarnaast kunnen verschillen in nationale regelgeving leiden tot onwenselijke arbitrage. Daarom is volledige en consistente implementatie van afgesproken mondiale standaarden voor stablecoins noodzakelijk.

Een goede voorbereiding op schokken en voldoende buffers helpen de risico's van verhoogde onzekerheid voor de financiële stabiliteit te beperken. De economische en geopolitieke onzekerheid vergroot de kans op onverwachte schokken. Dit vraagt van financiële instellingen een goede voorbereiding, onder meer via scenario-analyses en stress testen, om de economische en digitale weerbaarheid op peil te houden. Ook solide buffers

zijn belangrijk, omdat een goed gekapitaliseerde financiële sector beter bestand is tegen economische schokken. De huidige weerbaarheid van banken laat dan ook zien dat de mondiale hervormingen na de financiële crisis effect hebben.

De aanhoudende geopolitieke spanningen vergroten het belang voor de Europese en Nederlandse economie om concurrerend te blijven. Het concurrentievermogen van bedrijven en de economie draagt bij aan duurzame groei en versterkt daarmee het financiële stelsel. Hoewel de Nederlandse economie een goede uitgangspositie kent, staat het concurrentievermogen onder druk. Bovendien hebben bedrijven passende financiering nodig voor investeringen. Zo ervaren vooral snelgroeiende en innovatieve bedrijven knelpunten bij het verkrijgen van financiering. Om het Europese concurrentievermogen te versterken en investeringen te stimuleren, heeft Draghi in 2024 een beleidsagenda gepresenteerd. Ook in Nederland krijgt concurrentievermogen meer aandacht, waarbij de regering Peter Wennink heeft gevraagd om de adviezen van Draghi te vertalen naar de Nederlandse context.

Voor behoud van het concurrentievermogen zijn nationale hervormingen nodig. Om de productiviteitsgroei in Nederland te verhogen, zijn structurele hervormingen en meer investeringen in zowel kapitaal-goederen als kennis en vaardigheden belangrijk. De overheid kan daaraan bijdragen via het versnellen van procedures. Daarbij is het belangrijk om knelpunten weg te nemen, vooral wat betreft stikstofruimte en congestie op het elektriciteitsnet, en voorspelbaar beleid te voeren. Verder kan de overheid het innovatievermogen van bedrijven financieel ondersteunen, mits deze steun gericht is en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet in het geding brengt.

Op Europees niveau is samenwerking van belang via voltooiing van de interne markt, en het verdiepen en harmoniseren van kapitaalmarkten. Als open economie is Nederland sterk afhankelijk van goed functionerende Europese markten. Verdere Europese samenwerking is daarom belangrijk

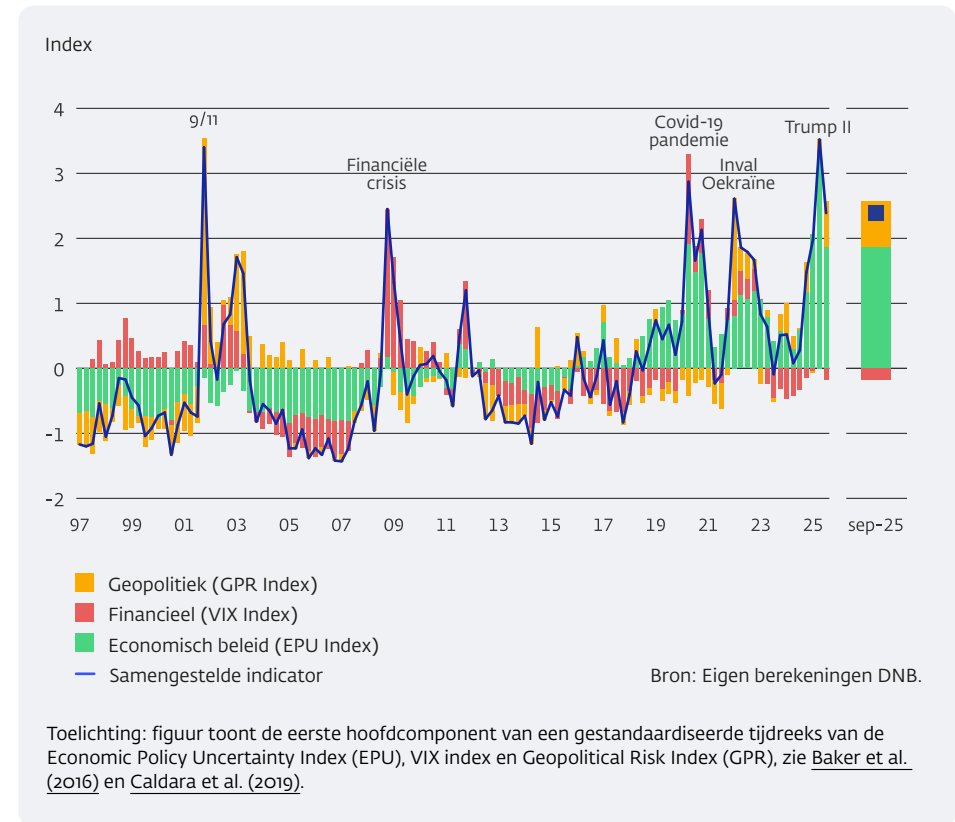
op drie terreinen. Ten eerste moet Nederland zich in Europees verband blijven inzetten voor het voltooiën van de interne EU-markt door barrières weg te nemen. Zo zorgt harmonisatie van nationale regels er bijvoorbeeld voor dat bedrijven grensoverschrijdend kunnen groeien tegen lagere kosten. Ten tweede maakt een verdere verdieping en harmonisatie van Europese kapitaalmarkten het voor bedrijven eenvoudiger en goedkoper om passende financiering aan te trekken. Om dit te bereiken heeft de Europese Commissie de Spaar- en Investeringsunie (SIU) geïnitieerd. Daarbinnen zijn meerdere initiatieven kansrijk om het beschikbaar risicodragend vermogen te vergroten, waaronder het stimuleren van retailbeleggingen en collectief pensioensparen in de rest van Europa. Hierbij is centralisatie van het toezicht op kritieke marktspelers van belang. Ten derde is het opportuun om te bekijken waar vereenvoudigingen in Europese regelgeving voor banken mogelijk zijn zonder dat het financiële stelsel aan weerbaarheid verliest.



1 Risicobeeld

Als gevolg van mondiale onzekerheid over het economische beleid en aanhoudende geopolitieke spanningen blijven de neerwaartse risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit verhoogd. De economische onzekerheid hangt vooral samen met internationale handel en overheidsfinanciën (zie figuur 1). De ingevoerde handelsoverschotten, zoals Nederland. Hoewel het handelsakkoord tussen de VS en Europa enige duidelijkheid heeft verschaft, is de onzekerheid nog altijd aanzienlijk hoger dan vorig jaar. Recente handelsspanningen tussen de VS en China, en de VS en Canada benadrukken dit bijvoorbeeld. De economische beleidsonzekerheid leidt onder meer tot een lager vertrouwen onder consumenten en bedrijven (DNB, 2025). Daarnaast is sprake van aanhoudende geopolitieke spanningen, wat zich onder meer vertaalt in complexere digitale en hybride bedreigingen. Zo is de dreiging van statelijke actoren onverminderd aanwezig en wordt verwacht dat Russische sabotageacties in heel Europa blijven toenemen (AIVD, 2025). Verder staat de internationale rechtsorde onder toenemende druk en worden instituties die belangrijk zijn voor economische groei en stabiliteit in steeds meer Westerse landen in twijfel getrokken. Zo kunnen aanvallen op de onafhankelijkheid van centrale banken leiden tot meer prijsschommelingen op financiële markten.

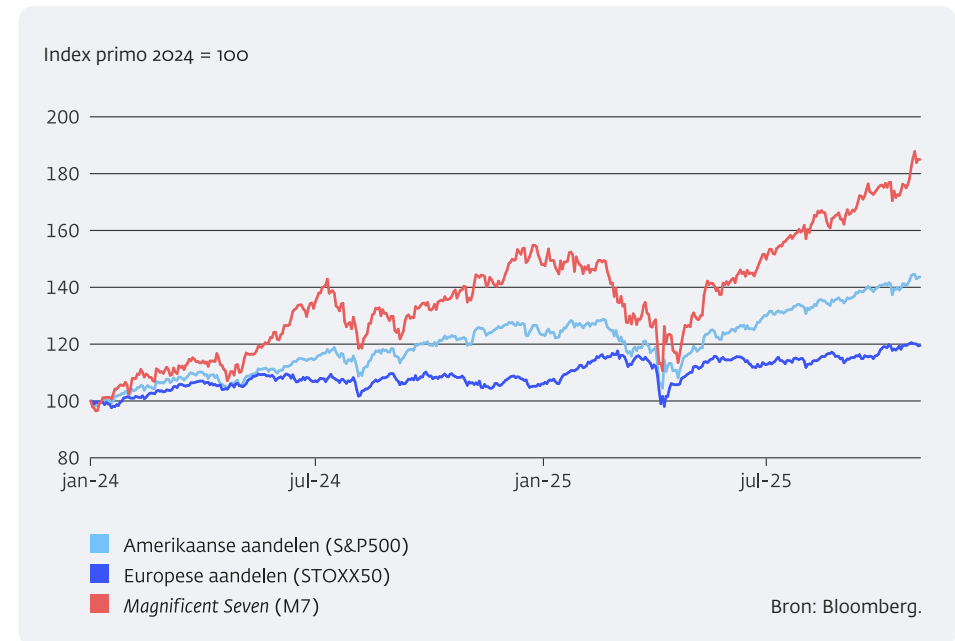
Figuur 1 Mondiale economische onzekerheid blijft op hoog niveau



Optimisme op financiële markten, al is de dollar verzwakt

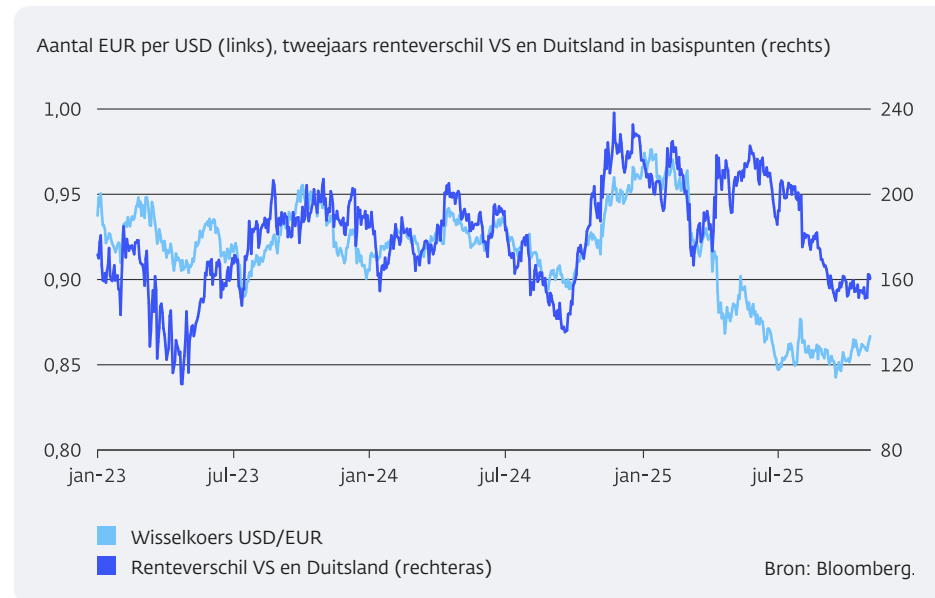
Ondanks de economische onzekerheid is het sentiment op financiële markten positief en handelen – vooral Amerikaanse - aandelenbeurzen op historisch hoge niveaus. Na kortstondige onrust in april als gevolg van de aangekondigde Amerikaanse invoerheffingen zijn financiële markten in rustiger vaarwater beland. Zo handelen de Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen respectievelijk circa 5% en 20% hoger dan begin april en bereiken daarmee nieuwe recordstanden (zie figuur 2). Deze positieve beursontwikkeling wordt ondersteund door beter dan verwachte macro-economische ontwikkelingen in zowel de VS als Europa. Dankzij het handelsakkoord tussen de EU en de VS van eind juli, met een plafond van 15% op veel Europese goederen, is de impact van handelsheffingen vooralsnog minder groot dan gevreesd. Bovendien worden de koersstijgingen in de VS vooral gedreven door de snelle winstgroei van de zeven grootste technologiebedrijven (de zogenaamde *Magnificent Seven*), het aanhoudend optimisme onder beleggers over het potentieel van AI, en de verwachting van meer renteverlagingen door de Federal Reserve. Het optimisme beperkt zich overigens niet tot aandelen, maar is ook terug te zien in vastrentende waarden. Zo zijn de risicopremies op Amerikaanse en Europese bedrijfsobligatiemarkten in september gedaald tot de laagste niveaus in de afgelopen jaren, al zijn de zorgen onder beleggers over Amerikaanse kredietmarkten recent wat toegenomen als gevolg van enkele faillissementen in de automobielsector.

Figuur 2 Amerikaanse (technologie)aandelen zijn dit jaar flink in waarde toegenomen

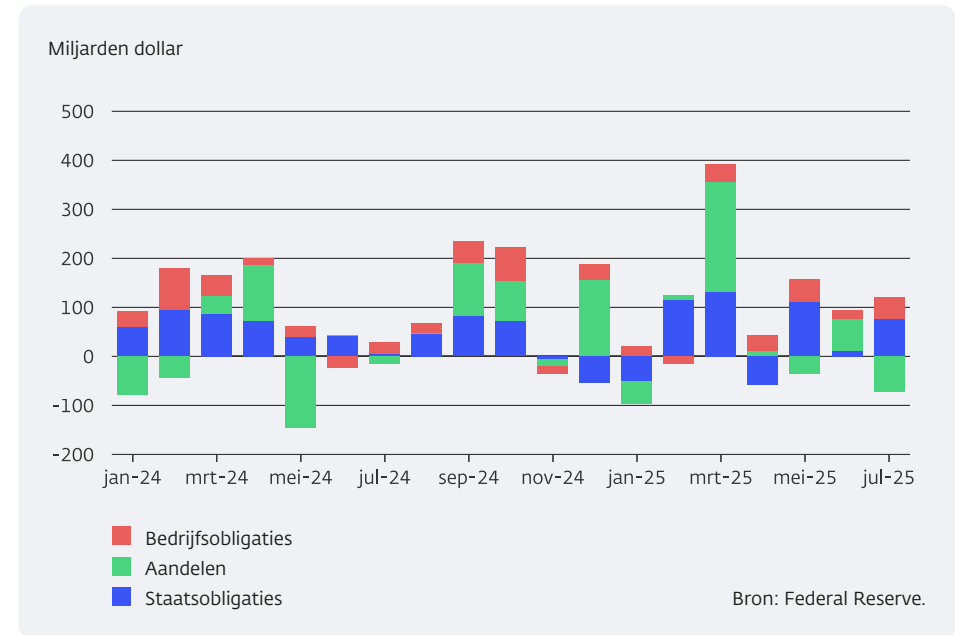


Tegelijkertijd valt op dat de Amerikaanse dollar niet is hersteld. Sinds begin 2025 is de Amerikaanse dollar met 11% gedaald ten opzichte van de euro (zie figuur 3). De zwakkere dollar is voor een belangrijk deel het gevolg van de aangekondigde Amerikaanse handelsheffingen in april. Hoewel buitenlandse investeerders hun Amerikaanse beleggingen niet grootschalig van de hand hebben gedaan, (zie figuur 4), hebben zij sindsdien gemiddeld genomen wel hun blootstellingen aan de dollar verder afgedekt. Dit laatste heeft een neerwaarts effect op de waarde van de dollar. De depreciatie sinds april is opvallend, omdat bij hogere tarieven opgelegd door de VS eerder een appreciatie zou worden verwacht. Ook is de depreciatie niet in lijn met het toegenomen renteverschil tussen de Amerikaanse en Duitse tweejaarsrentes aan het begin van de zomer, wat investeringen in de VS, en daarmee de dollar, relatief aantrekkelijker zou maken. Sinds de zomer is de dollarkoers overigens – ondanks lagere korte rentes in de VS – gestabiliseerd.

Figuur 3 De dollar/euro koers stabiliseert sinds de zomer ondanks lagere rentes in de VS



Figuur 4 Buitenlandse investeerders blijven per saldo Amerikaanse activa aankopen



Hoge waarderingen op financiële markten vergroten de kans op abrupte correcties

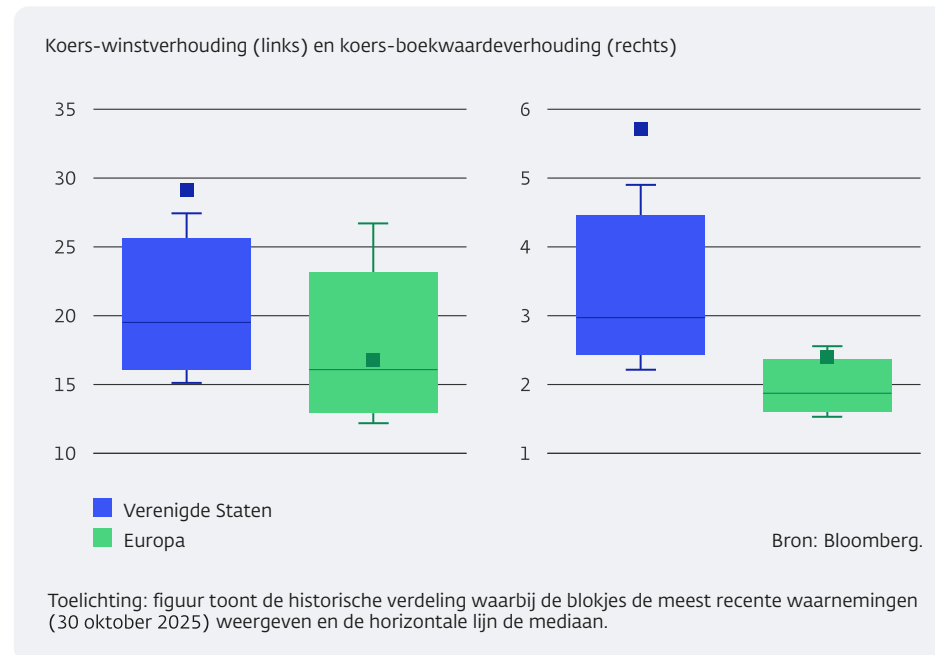
De hoge waarderingen van aandelen – en de grote rol hierbij van de technologiesector – maken financiële markten kwetsbaar voor tegenvallers en vergroten het risico op een marktcorrectie. Als gevolg van het positieve sentiment zijn de waarderingen van Amerikaanse aandelen het afgelopen halfjaar gestegen tot historisch hoge niveaus. Zo bevinden Amerikaanse aandelenwaarderingen zich in de hoogste 10% van de historische verdeling, terwijl Europese aandelenwaarderingen dichterbij historische gemiddeldes liggen (zie figuur 5). Dit maakt Amerikaanse aandelenmarkten kwetsbaar voor ongunstige ontwikkelingen. Een onverwachte toename van de Amerikaanse inflatie – bijvoorbeeld als gevolg van de handelsheffingen – kan bijvoorbeeld leiden tot hogere rentes

Grote onzekerheid raakt financiële stelsel



en lagere aandelenkoersen. Daarnaast maakt de hoge mate van concentratie Amerikaanse aandelenmarkten kwetsbaar voor tegenvallers bij een klein aantal bedrijven (OFS voorjaar, 2025). Zo is het aandeel van de *Magnificent 7* bedrijven in de Amerikaanse S&P500 index inmiddels gestegen naar circa 33%. Hoewel waarderingen in Europa meer in lijn zijn met het historische gemiddelde, kan een prijscorrectie in de VS ook Europese aandelenmarkten negatief beïnvloeden. Daarbij raken correcties op financiële markten verschillende marktparticipanten, waarbij met name beleggingsinstellingen kwetsbaar zijn voor koersverliezen en opdrogende liquiditeit.

Figuur 5 Amerikaanse aandelen zijn hoog gewaardeerd, terwijl Europese aandelen dichterbij historische gemiddeldes liggen



Financiële markten zijn ook gevoelig voor aantasting van democratische en onafhankelijke instituties, wat kan leiden tot een verlies aan vertrouwen en stabiliteit. Betrouwbare en sterke instituties zijn, samen met stabiel economisch beleid, de afgelopen decennia belangrijke randvoorwaarden geweest voor economische groei en financiële stabiliteit (Miljoenennota, 2025). Daarbij kan gedacht worden aan de democratische rechtstaat, eigendomsrecht, betrouwbare statistieken en een onafhankelijke centrale bank. Mondiaal en specifiek in de VS is echter steeds meer politieke druk op dergelijke instituties zichtbaar. Toenemende druk op instituties – en in het bijzonder de onafhankelijkheid van de centrale bank – vergroot de risico's voor de financiële stabiliteit. Zo kunnen aanvallen op de onafhankelijkheid van centrale banken leiden tot hogere inflatie(verwachtingen), een verlies aan vertrouwen in het financiële systeem en meer schommelingen op financiële markten. Vanuit de VS zou dit kunnen leiden tot herwaardering van Amerikaanse activa, waaronder Amerikaanse staatsobligaties, wat via verschillende kanalen ook Nederlandse instellingen kan raken (zie [Box 1 Veilige haven onder druk? Afhankelijkheden van Amerikaanse staatsobligatiemarkten](#)). Daarnaast kunnen risicopremies in de VS aanzienlijk stijgen, wat via overloopeffecten ook tot hogere rentes in Europa zou leiden.

Box 1 Veilige haven onder druk? Afhankelijkheden van de Amerikaanse staatsobligatiemarkten

De afgelopen jaren zijn structurele kwetsbaarheden in de Amerikaanse staatsobligatiemarkten aan het licht gekomen. Deze zogenaamde *Treasury* markten zijn een hoeksteen van de mondiale financiële infrastructuur en bestaan uit obligaties, repos en *futures*.¹ Zij vervullen cruciale functies, waaronder als benchmark voor de prijsstelling van andere activa zoals bedrijfsobligaties en hypotheeklen.

¹ Repos zijn kasmiddelen die voor een of enkele dagen worden geleend in ruil voor hoogwaardig onderpand, bijvoorbeeld Amerikaanse staatsobligaties. *Futures* zijn termijncontracten om een onderliggend product, bijvoorbeeld staatsobligaties, op een afgesproken moment in de toekomst te verhandelen tegen een afgesproken prijs.

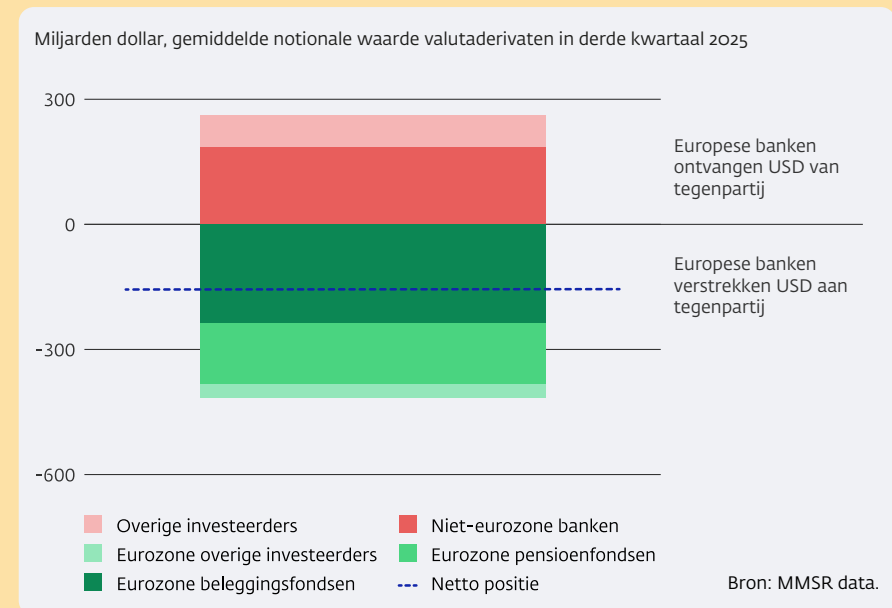
Ook zijn *Treasuries* een belangrijke bron van onderpand in financieringsmarkten. De afgelopen jaren zijn op deze markten meerdere episodes van stress geweest, waaronder de zogenaamde *dash for cash* in maart 2020 (BIS, 2020). Ook in april van dit jaar zetten de aangekondigde Amerikaanse handelsheffingen het functioneren van *Treasury* markten tijdelijk onder druk (BIS, 2023 en OFS, 2025). Deze gebeurtenissen laten zien dat deze markt, die gezien wordt als de meest diepe en liquide ter wereld, niet immuun is voor schokken.

De kwetsbaarheden in de *Treasury* markt worden versterkt door macro-economische en structurele ontwikkelingen. Zo zetten hoge begrotingstekorten in de VS en aanhoudende inflatierisico's opwaartse druk op Amerikaanse lange rentes, wat tot zorgen kan leiden over de schuldhoudbaarheid van de VS. Tegelijkertijd hebben nieuwe regels na de financiële crisis ervoor gezorgd dat banken structureel minder ruimte op hun balans hebben om het extra aanbod van *Treasuries* te verhandelen. Al enkele jaren groeien de posities van banken, die als zogenoemde *primary dealers* zorg dragen voor een goed functionerende markt, niet mee met de netto-uitgifte van *Treasuries*. Niet-bancaire instellingen, zoals hedgefondsen, zijn in dit gat gesprongen en vervullen inmiddels een prominente rol, zowel op de markt voor staatsobligaties als op aanverwante derivatenmarkten. Zo is het bedrag aan shortposities van hedgefondsen met een hefboom op *Treasury futures* tussen 2019 en 2025 verdubbeld (OFR, 2025). Deze niet-bancaire instellingen lenen vaak dollars op de repo-markt met *Treasuries* als onderpand. Bij sterke rentebewegingen kan gedwongen verkoop nodig zijn om aan oplopende margeverplichtingen te voldoen, wat marktstress verder kan aanwakkeren.

Ook Nederlandse instellingen zijn via directe blootstellingen en aangetrokken dollarfinanciering kwetsbaar voor problemen op de markt voor Amerikaanse staatsobligaties. Zo bezitten Nederlandse financiële instellingen circa 60 miljard dollar aan *Treasuries* en ongeveer 145 miljard dollar aan andere in Amerikaanse dollar genoteerde schulden, zoals bedrijfsobligaties. Daarnaast lenen Europese banken

– waaronder Nederlandse – dollars op de Amerikaanse repo-markt, waarbij *Treasuries* vaak als onderpand worden gebruikt. Gemiddeld hebben Europese banken netto meer dan 250 miljard dollar aan dergelijke repos uitstaan (ECB, 2024). Banken vervullen hiermee een rol als intermediair voor dollarfinanciering van Europese instellingen. Zo wordt het merendeel van deze dollars – ongeveer 150 miljard dollar – uitgeleend aan pensioenfondsen, die deze gebruiken om valutarisico's op hun Amerikaanse beleggingen (gedeeltelijk) af te dekken (zie figuur 6).

Figuur 6 Europese banken zijn dollarverstrekkers in valutaswaps



Centrale banken hebben instrumenten om stress in de dollarfinanciering te beteugelen, maar banken kunnen zelf ook hun weerbaarheid vergroten. De *Standing Repo Facility* (SRF) van de Fed helpt financiële instellingen om liquiditeit te verkrijgen en fungeert als vangnet om stress in Amerikaanse repo-markten te beperken.

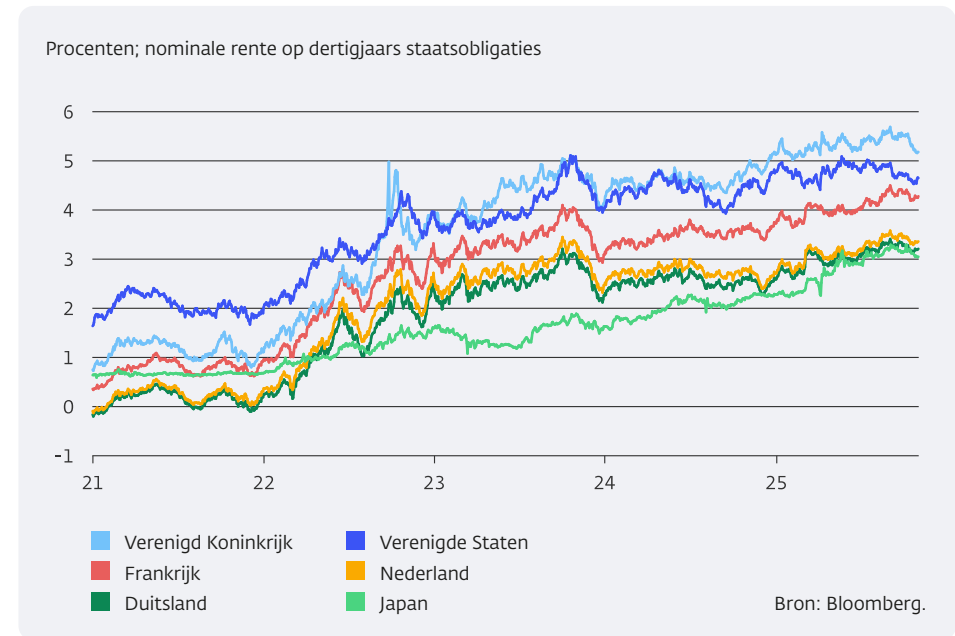
Daarnaast kan de swaplijn van de Fed met het Eurosysteem banken binnen het eurogebied aan dollarliquiditeit helpen indien de algehele markttoegang beperkt is en directe toegang tot de SRF ontbreekt. Niettemin kunnen financiële instellingen hun eigen weerbaarheid ook versterken, bijvoorbeeld door te zorgen voor een stabiele dollarfinancieringsbasis en een breed netwerk van tegenpartijen in de geldmarkten te onderhouden. Dit verkleint de afhankelijkheid van enkele partijen.

Hogere lange rentes zetten schuldhoudbaarheid op scherp, in het bijzonder in Frankrijk

In veel landen zijn rentes op langlopende staatsobligaties toegenomen.

Als gevolg van deze hogere lange rentes is het afgelopen jaar sprake van steilere rentecurves (zie figuur 7). Deze ontwikkeling kent meerdere oorzaken. Zo neemt het aanbod van (langlopende) staatsobligaties in veel Westerse landen toe doordat overheden een ruim begrotingsbeleid voeren en meer investeringen, zoals in defensie, moeten financieren. Ook de geleidelijke afbouw van centrale bankbalansen vergroot het aanbod van obligaties op de markt. De opwaartse rentedruk wordt daarnaast versterkt door een afname in de vraag van institutionele investeerders. Zo neemt in Nederland de vraag naar zeer langlopende obligaties waarschijnlijk af doordat Nederlandse pensioenfondsen – als gevolg van de pensioen-transitie – minder behoefte hebben aan rente-afdekking via dergelijke obligaties (zie ['Box 2 Pensioentransitie verandert swapmarkten, maar gefaseerde afbouw mogelijk'](#)). Naast bovengenoemde redenen eisen beleggers ook meer compensatie vanwege lange termijn onzekerheden rondom bijvoorbeeld inflatie en economische groei.

Figuur 7 Lange rentes op staatsobligaties nemen in veel Westerse landen toe



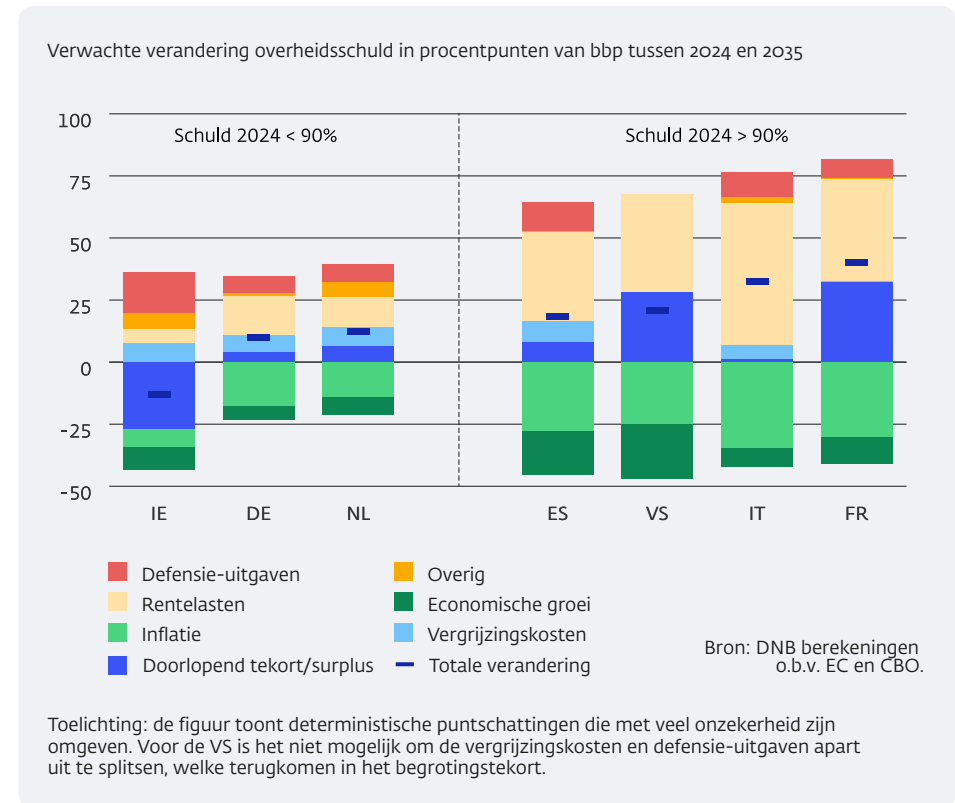
Vooraf in Frankrijk is de onzekerheid rondom de houdbaarheid van de overheidsschuld toegenomen. Het verwachte Franse begrotingstekort voor 2025 ligt met 5,5% van het bbp ruim boven de Europese afspraken, en vooruitkijkend is een ingrijpende verlaging van het primaire tekort nodig om de Franse overheidsschuld (113% van het bbp) op de middellange termijn te stabiliseren. Door de politieke fragmentatie ligt een snelle aanpassing van het begrotingstekort echter niet in het verschiet. Mede vanwege de aanhoudende politieke onzekerheid hebben kredietbeoordelaars Fitch en S&P recentelijk het kredietoordeel van Frankrijk met één trede verlaagd (van AA- naar A+). Ook op financiële markten is het uitblijven van de noodzakelijke bijsturing van de Franse overheidsfinanciën zichtbaar. Zo is het verschil tussen de rente op Franse en Duitse staatsobligaties recent verder toegenomen en deze spread staat nu ongeveer op gelijke hoogte met Italië. Stijgende rentes leiden tot waardeverliezen op Franse obligaties.

Dit raakt obligatiehouders zoals Nederlandse pensioenfondsen, die circa 60 miljard euro aan Franse staatsobligaties bezitten. Het is van belang dat financiële instellingen dergelijke risico's adequaat beheersen. Uiteindelijk is het aan de Franse politiek om een uitweg uit de begrotingsimpasse te vinden. Momenteel is geen sprake van negatieve overloopeffecten van de Franse situatie naar de obligatierentes van andere Europese landen. De ECB heeft instrumenten om dergelijke overloopeffecten naar de rest van de eurozone te mitigeren die onder voorwaarden kunnen worden ingezet.

Ook in andere landen maken de hogere lange rentes en extra druk op uitgaven het uitdagend om een houdbaar begrotingsbeleid te voeren.

De mate waarin landen extra uitgaven – zoals hogere rentelasten, vergrijzingskosten en defensie-uitgaven – op duurzame wijze kunnen inpassen in de overheidsbegroting verschilt aanzienlijk tussen landen. Dit is vooral uitdagend voor lidstaten met al hoge schuldniveaus, zoals Frankrijk en Italië, waar de schuldquotes de komende jaren naar verwachting het meest toenemen tot respectievelijk 153% en 169% van het bbp in 2035 (zie figuur 8). Ook in de VS zal de overheidsschuld de komende jaren aanzienlijk stijgen door hogere rentelasten en aanhoudende begrotingstekorten. Voor Nederland geldt eveneens dat de schuldquote de komende jaren toeneemt door hogere uitgaven, al is tegelijkertijd sprake van een gunstig vertrekpunt gezien het huidige lage schuldniveau (zie '[Risico's voor financiële stabiliteit blijven verhoogd](#)').

Figuur 8 Schuldhoudbaarheid in veel landen verslechtert door hogere rentelasten, vergrijzingskosten en defensie-uitgaven



Risico's voor financiële stabiliteit blijven verhoogd

Economische schokken die samenhangen met geopolitieke spanningen en economische onzekerheid blijven het voornaamste risico voor de financiële stabiliteit in Nederland. De risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit blijven verhoogd, zie de risicotabel op pagina 14 voor een overzicht van de belangrijkste, actuele risico's. Geopolitieke spanningen en geo-economische-fragmentatie zijn de belangrijkste risicofactoren en kunnen via verschillende kanalen bestaande risico's vergroten, zoals de schuldhoudbaarheid van overheden en de volatiliteit op financiële markten. Dit laatste kan overigens ook toenemen vanwege de snel groeiende markt voor stablecoins en hun verwevenheid met traditionele financiële markten (zie 'Verkenning van de sterke groei in stablecoin markten'). Daarnaast vergroten geopolitieke spanningen de kans op en impact van cyber- of hybride incidenten gericht op het financiële systeem, waaronder operationele verstoringen in de vitale infrastructuur die financiële instellingen kunnen raken. Ook staat de internationale rechtsorde, mede als gevolg van geopolitieke spanningen, onder druk waardoor mondiale samenwerking en consistentie van beleid en regelgeving afneemt. Ten slotte is vooruitkijkend het risico op abrupte prijscorrecties op financiële markten toegenomen, doordat met name Amerikaanse aandelen hoog gewaardeerd zijn.

Gelukkig staat de Nederlandse economie er goed voor, al is een gepaste balans tussen begrotingsaanpassingen en hervormingen nodig om de economische weerbaarheid te versterken. De Nederlandsche economie groeit in 2025 naar verwachting met 1,4%, geremd door economische onzekerheid en hogere handelsheffingen (IMF, 2025). Tegelijkertijd vergroot de geopolitieke fragmentatie de noodzaak voor een weerbare economie. Zo heeft een overheid met gezonde financiën de ruimte om toekomstige schokken op te vangen met stabiliserend begrotingsbeleid. Het vertrekpunt van de Nederlandse overheidsfinanciën is gunstig met een schuld van 44,8% ten opzichte van bbp in 2025. Het begrotingstekort komt naar verwachting uit op 1,9% van het bbp, 0,2 procentpunt lager dan eerder ingeschat door het vooruitschuiven van geplande uitgaven. Het verwachte begrotings-

tekort voor 2026 is nog steeds 2,7% (CPB, 2025) en ligt daarmee nipt onder de Europese norm van 3%. Vooruitkijkend zijn de verwachtingen voor de schuldontwikkeling minder rooskleurig. Om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen, heeft de 18^e Studiegroep Begrotingsruimte – waarin ook DNB is vertegenwoordigd – geadviseerd het tekort structureel met 7 miljard euro te verkleinen door middel van hogere inkomsten en/of besparingen, en extra uitgaven voor defensie structureel te dekken. Hiervoor is overheidsbeleid nodig dat is gericht op de lange termijn, zoals hervormingen in het zorg- en socialezekerheidsstelsel om de toekomstige kosten van vergrijzing te beperken (SBR, 2025).

Om economisch weerbaar te blijven is het belangrijk dat Nederland – ook in Europees verband – werkt aan behoud van het concurrentievermogen en de daartoe benodigde financiering, waar hoofdstuk 2 van dit OFS zich op richt. Concurrentievermogen van bedrijven – en de economie in het algemeen – draagt bij aan duurzame groei, waar ook de stabiliteit van het financiële stelsel bij gebaat is. De Europese Commissie heeft – op basis van het Draghi-rapport – eerder dit jaar voorstellen gedaan om het concurrentievermogen te versterken (EC, 2025). Ook in Nederland krijgt dit aandacht, waar de regering Peter Wennink, voormalig topman van ASML, heeft gevraagd om eind 2025 het Draghi-rapport te vertalen naar de Nederlandse context en te adviseren over versterking van het Nederlandse investeringsklimaat en verdienvermogen (EZK, 2025). In hoofdstuk 2 van dit OFS gaan we hier verder op in.

In het restant van dit hoofdstuk komen de overige risico's uit de risicotabel kort aan de orde. Na een toelichting op de financiële en digitale weerbaarheid van financiële instellingen, komen ontwikkelingen op de Nederlandse woningmarkt en klimaat- en natuurrisico's aan bod. Het hoofdstuk sluit af met een verkenning van de sterke groei van stablecoins en hun verwevenheid met traditionele financiële markten.

Risicotabel Nederlandse financiële stabiliteit

Belangrijkste risico's	Status	Voorbeeld kanaal
Geopolitieke spanningen & geo-economische fragmentatie		Afnemende groei door handelstarieven en -restricties
Cyberdreiging & operationele verstoringen		Verstoring betalingsverkeer door hybride aanval of uitval vitale infrastructuur
Prijscorrectie op financiële markten		Abrupte prijsdaling Amerikaanse aandelen door tegenvallende AI-prestaties
Schuldhoudbaarheid overheden		Afname schuldhoudbaarheid door hogere defensie-uitgaven
Klimaat en natuur		Grote schade en/of verliezen door overstromingen
Kredietverliezen		Verliezen <i>private credit</i> door faillissementen en economische onzekerheid
Herfinanciering en rente		Financieringsproblemen bedrijven door abrupte rentestijging
Prijscorrectie vastgoed		Lager rendement door hogere bouw-kosten; overwaardering huizenmarkt

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.

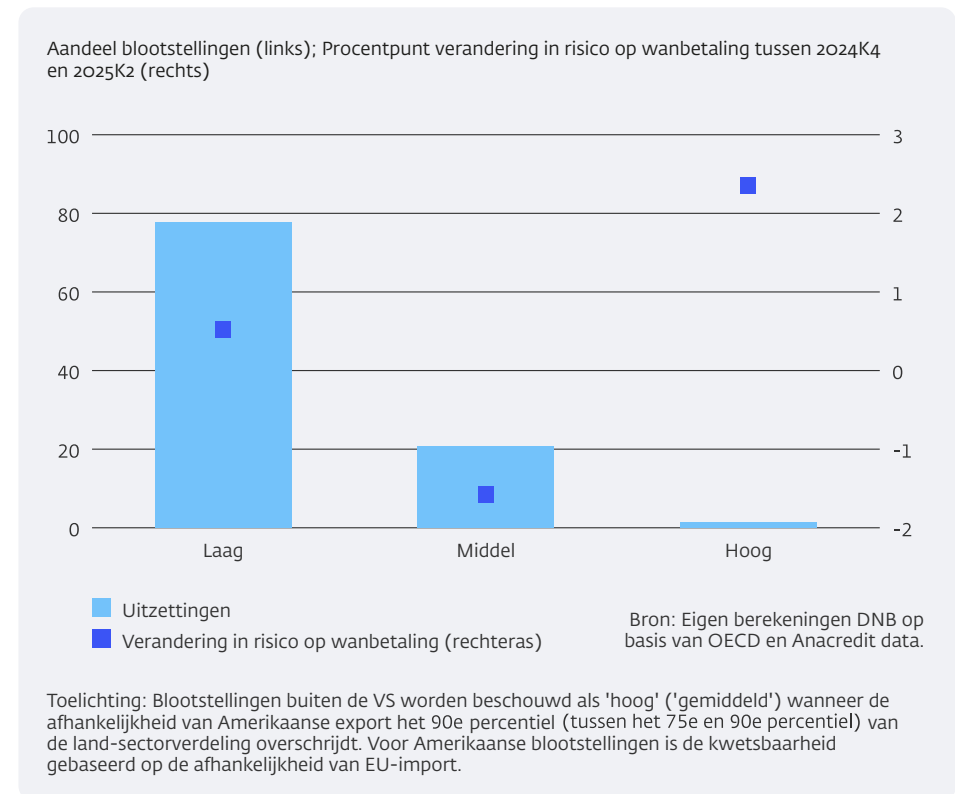
De financiële sector behoudt zijn goede uitgangspositie

Nederlandse banken beschikken nog altijd over stevige buffers wat bijdraagt aan hun weerbaarheid tegen economische en geopolitieke schokken. Europese bank aandelen beleven een sterk beursjaar. Zo is de index van Europese bank aandelen dit jaar met ruim 65% gestegen. Ook beursgenoteerde Nederlandse banken profiteren, waardoor de gemiddelde koers-boekwaardeverhouding voor het eerst sinds de financiële crisis boven de 1 ligt. De sterke prestatie van bank aandelen hangt nauw samen met de solide winstgevendheid. Zo ligt de gemiddelde *return on equity* in de eerste helft van 2025 nog steeds rond de 10%. Ook de kapitaalpositie blijft – mede dankzij macroprudentiële buffers – robuust met een gemiddelde kern-kapitaalratio (CET1) van bijna 17,6%. Ondanks de economische onzekerheid ligt het aandeel niet-presterende leningen in het tweede kwartaal van 2025 met 1,5% op het laagste niveau in jaren. Daarnaast beschikken Nederlandse banken over ruime en stabiele liquiditeitsposities met een gemiddelde *liquidity coverage ratio* (LCR) van circa 160%. De combinatie van sterke buffers, lage kredietverliezen en solide liquiditeit draagt bij aan de weerbaarheid van banken. Gezien de hoge economische en geopolitieke onzekerheid is het belangrijk dat banken bestand blijven tegen schokken, wat vraagt om adequate buffers en een goede voorbereiding op mogelijke stress scenario's.

Als gevolg van de handelsheffingen is wel een lichte toename zichtbaar in het kredietrisico bij bedrijven met een grote afhankelijkheid van de VS. Nederlandse banken zijn kwetsbaar voor handelsheffingen via leningen aan niet-financiële ondernemingen die samen ongeveer 23% van de totale activa vertegenwoordigen. Van deze blootstellingen heeft circa 14% betrekking op Amerikaanse tegenpartijen of bedrijven in economieën die afhankelijk zijn van de VS, zoals Mexico en Brazilië. De handelsheffingen verlagen de winstgevendheid van deze bedrijven, waardoor ze minder gemakkelijk kunnen voldoen aan schuld- en rentelasten. Vooral Nederlandse bedrijven in metalen, farmacie en machines zijn sterk afhankelijk van handel met de VS. In deze groep – die slechts 2% van alle

bedrijfsleningen van Nederlandse banken uitmaakt – is de kredietkwaliteit recent het meest verslechterd. Zo is de kans op wanbetaling voor deze leningen in de eerste helft van het jaar met 2,4 procentpunt gestegen naar 3,7 procent. Deze stijging is groter dan bij bancaire leningen aan bedrijven met een lage of gemiddelde afhankelijkheid van Amerikaanse handel (zie figuur 9).

Figuur 9 Lichte toename kredietrisico voor bedrijven met hoge afhankelijkheid van handel met de VS



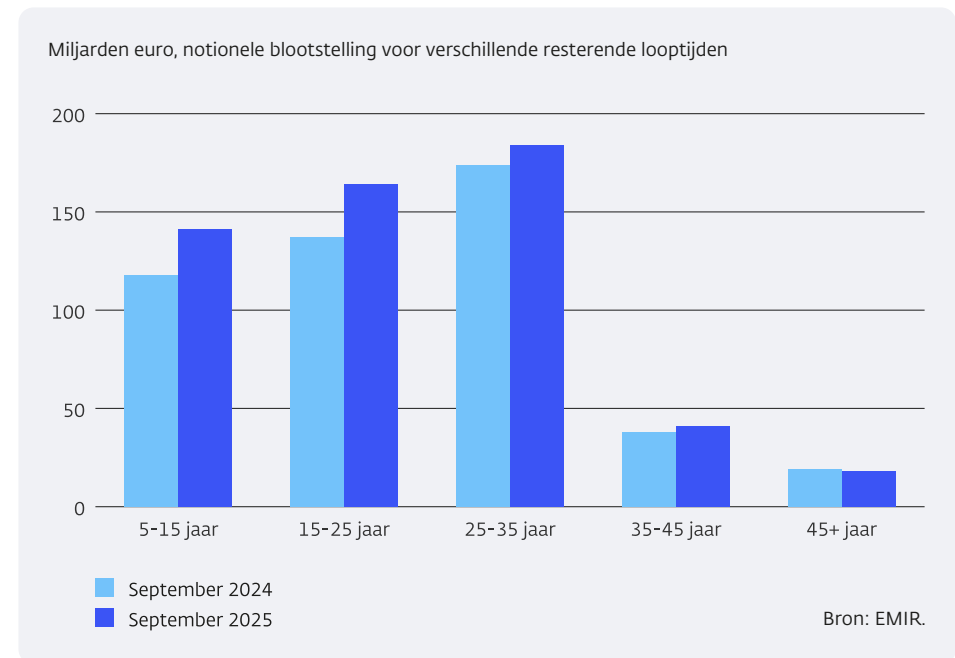
De verwevenheid tussen banken en niet-bancaire financiële instellingen neemt toe, mede door de sterke groei van *private credit*. Niet-bancaire partijen verstrekken de laatste jaren een steeds groter deel van de kredieten

aan bedrijven, onder meer via *private credit* (OFS voorjaar, 2024). Zo investeren pensioenfondsen en verzekeraars in toenemende mate in *private credit* fondsen, vooral vanwege de hogere verwachte rendementen en lagere correlaties met publieke activa zoals aandelen. Niettemin gaan dergelijke investeringen gepaard met andersoortige risico's, onder meer vanwege de beperkte markttransparantie en minder frequente, objectieve waarderingen. Bovendien is de verwevenheid tussen banken en niet-banken rondom *private credit* moeilijk te doorgronden. Banken zijn betrokken met leningen aan *private credit* fondsen of met directe leningen aan bedrijven die mede gefinancierd worden door *private credit*. Uit ECB-onderzoek blijkt dat banken niet altijd in staat zijn om systematisch te identificeren welke bedrijven ook gefinancierd worden door *private credit* (ECB, 2024). Het beperkte zicht op mogelijk geconcentreerde blootstellingen is recent ook naar voren gekomen bij het faillissement van Tricolor en First Brands, twee Amerikaanse bedrijven in de automobiellindustrie. Zo leidt het faillissement van First Brands – via investeringen in *private credit* fondsen en securitisaties – tot verliezen bij meerdere banken en meer dan 200 beleggingsfondsen en ETF's, waar ook pensioenfondsen en verzekeraars in beleggen. Bovendien leidt het faillissement tot bredere zorgen onder investeerders over te soepele leenstandaarden en gebrekkige *due diligence*. Tegen de achtergrond van aanhoudend optimisme op financiële markten blijft het van belang dat zowel banken als niet-banken goed zicht hebben op de risico's en verwevenheden in hun kredietportefeuilles.

Net als banken beschikken ook Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen over een goede uitgangspositie. Zo is de gemiddelde Solvency II ratio van Nederlandse schadeverzekeraars ten opzichte van een jaar geleden ongeveer gelijk gebleven op 172%. Levensverzekeraars hebben geprofiteerd van de hogere lange rentes, waardoor de gemiddelde Solvency II ratio het afgelopen jaar met 5 procentpunt is gestegen tot 193%. Ook de financiële positie van Nederlandse pensioenfondsen is verbeterd. Zo is de gemiddelde dekkingsgraad – mede dankzij de rentestijging – toegenomen naar 123%. Tegelijk is bij veel pensioenfondsen de focus gericht op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. De eerste pensioenfondsen zijn begin 2025 ingevaren in het nieuwe pensioenstelsel. Naar verwachting

volgen begin volgend jaar circa 30 fondsen, wat 30 tot 40 procent van het belegd vermogen van de Nederlandse pensioensector betreft. Om de financiële positie in aanloop naar deze transitie te beschermen, hebben veel pensioenfondsen de renteafdekking verhoogd. Het afgelopen jaar hebben pensioenfondsen hun renteafdekking vooral verhoogd door meer rente-swaps met een looptijd tussen de 5 en 35 jaar aan te schaffen (zie figuur 10). Een dergelijke groei is niet zichtbaar bij ultralange looptijden. Dit past bij de verwachte wijzigingen in het beleggingsbeleid richting het nieuwe pensioenstelsel waardoor pensioenfondsen onder andere de duratie van de renteafdekking verkorten door minder te beleggen in renteswaps en langlopende staatsobligaties (zie 'Box 2: Pensioentransitie heeft impact op swapmarkten, maar gefaseerde afbouw mogelijk').

Figuur 10 Pensioenfondsen kopen meer renteswaps om renterisico in aanloop naar transitie af te dekken

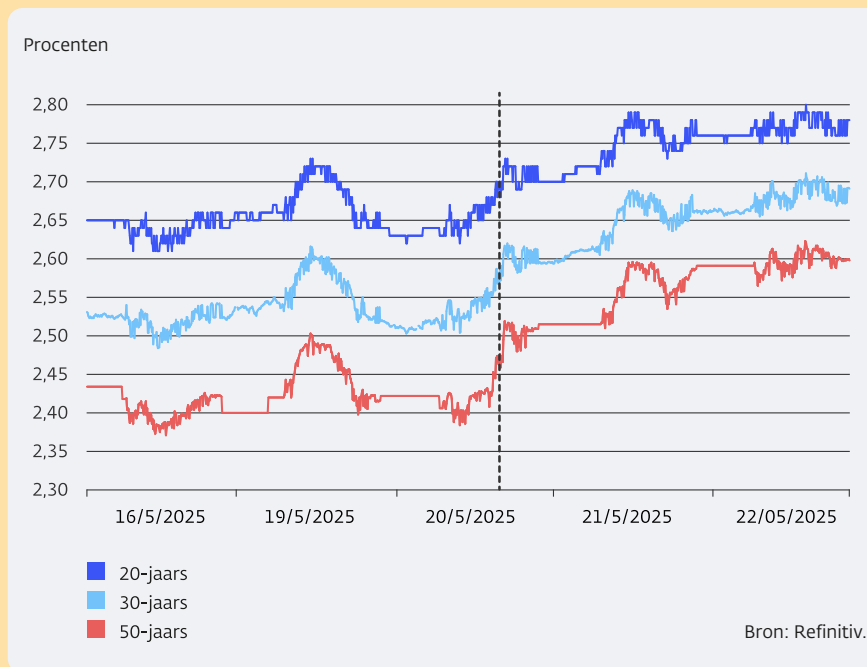


Box 2 Pensioentransitie heeft impact op swapmarkten, maar gefaseerde afbouw mogelijk

Na de pensioentransitie verlagen pensioenfondsen naar verwachting de mate waarin zij het renterisico afdekken. In het nieuwe pensioencontract kunnen fondsen de renteaafdekking gerichter toebedelen aan leeftijdscohorten. Zo hebben de meeste fondsen aangekondigd voor jongeren minder renterisico af te dekken dan voor gepensioneerden. Voor deze laatste groep is de looptijd van de benodigde renteaafdekking bovendien korter, aangezien de resterende levensverwachting van gepensioneerden lager is dan voor jongere leeftijdscohorten. Per saldo leidt de transitie zodoende naar verwachting tot een lagere renteaafdekking met een kortere looptijd voor de pensioensector als geheel.

Deze afbouw van renteaafdekking heeft een opwaarts effect op lange swaprentes, wat deels al in de prijs verwerkt is (DNB, 2025). Pensioenfondsen bouwen naar verwachting de renteaafdekking pas af na de overgang naar het nieuwe stelsel. Voor de meeste pensioenfondsen zal dit op 1 januari 2026 of 2027 zijn. Tegelijkertijd spelen sommige marktpartijen, waaronder hedgefondsen, al in op de verwachte afbouw van renteaafdekking door pensioenfondsen. Dit doen ze door posities in te nemen op de swapmarkt die profiteren van een stijgende lange rente. Deze dynamiek was onder andere zichtbaar op 20 mei toen de Tweede kamer het amendement over instemmingsrecht van deelnemers bij invaren verwierp. Hierdoor nam de kans toe dat pensioenfondsen in 2026 of 2027 zouden overstappen naar het nieuwe stelsel, en dus hun beleggingsbeleid rond die periode aanpassen. In reactie op dit besluit in de Tweede Kamer nam de handelsactiviteit vanuit hedgefondsen toe en stegen swaprentes die dag binnen een uur met enkele basispunten (zie figuur 11), wat impliceert dat het opwaartse effect van de pensioentransitie op rentemarkten al deels wordt ingeprijsd.

Figuur 11 Swaprentes stijgen na verwerping amendement over instemmingsrecht van pensioendeelnemers



Na de transitie kunnen aanvullende, tijdelijke prijseffecten op rentemarkten optreden, al wordt het risico op grote bewegingen beperkt door de wettelijke mogelijkheid om het beleggingsbeleid geleidelijk aan te passen. Nederlandse pensioenfondsen zijn verantwoordelijk voor een relatief groot deel van de vraag naar (langlopende) renteswaps en de verwachte afbouw van renteswaps met looptijden langer dan 25 jaar door deze fondsen is relatief aanzienlijk. De omvang van deze afbouw is naar schatting gelijk aan ruim een maand aan reguliere handel in de swapmarkt. Hoewel pensioenfondsen op verschillende momenten invaren, gaan de meeste fondsen naar verwachting op 1 januari 2026 of 2027 over naar het nieuwe stelsel.

Om gedwongen verkoop van grote volumes renteswaps in korte tijd te voorkomen, heeft de wetgever recent voorgenomen dat pensioenfondsen na het invaren twaalf maanden de tijd krijgen om hun beleggingsbeleid aan te passen. Door de afbouw van swapposities over een langere periode te spreiden, kan de markt de verkoop van swaps beter absorberen waardoor het risico op prijsschokken afneemt.

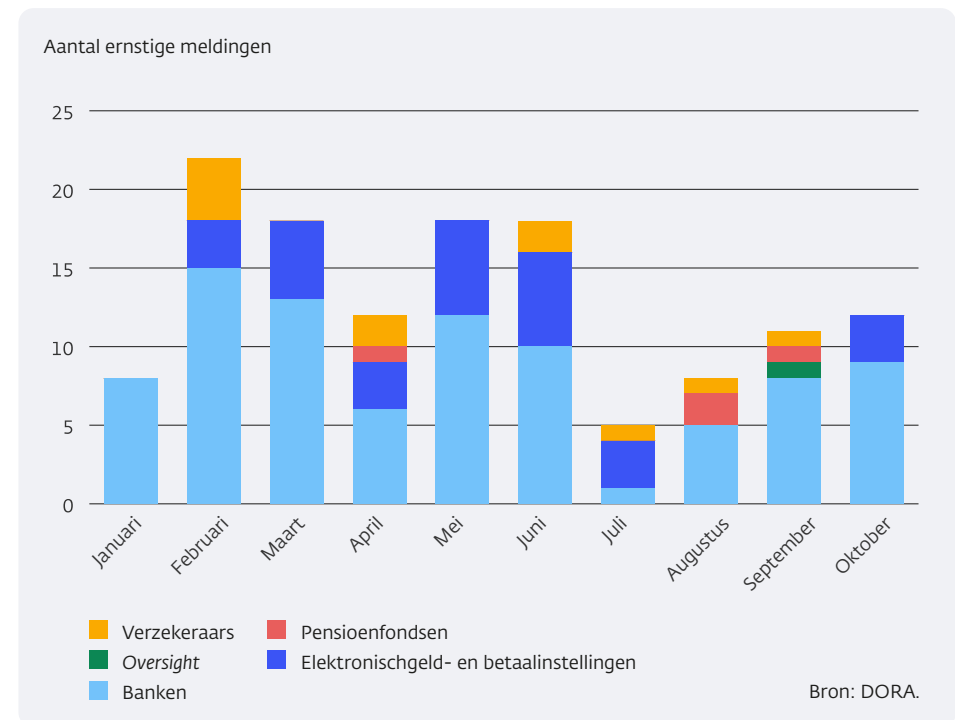
Ook digitale weerbaarheid blijft voor financiële instellingen belangrijk.

Geopolitieke spanningen versterken het risico op cyberdreiging en operationele verstoringen. Financiële instellingen kunnen zelf geraakt worden door een cyberaanval, maar kunnen ook last hebben van aanvallen of operationele verstoringen in de vitale infrastructuur of bij digitale dienstverleners (OFS najaar, 2024). Sinds de invoering van de Digital Operational Resilience Act (DORA) heeft de Nederlandse financiële sector per maand gemiddeld 13 ernstige ICT gerelateerde verstoringen van de dienstverlening gemeld (zie figuur 12). Deze ICT-verstoringen kunnen meerdere oorzaken hebben, zoals menselijke fouten of cyberaanvallen. Hoewel in geval van cyberaanvallen de herkomst doorgaans moeilijk te bepalen is, wijzen de complexiteit en timing van een deel van deze aanvallen op een verband met veranderende geopolitieke verhoudingen. Zo zijn in aanloop naar de NAVO-top in Den Haag afgelopen voorjaar complexe DDoS-aanvallen uitgevoerd op Nederlandse instellingen. Hier zijn zij normaliter goed tegen gewapend, maar door de complexiteit en duur van de aanvallen werd de dienstverlening van enkele instellingen alsnog korte tijd onderbroken. Dit benadrukt het belang voor huishoudens en bedrijven om zich voor te bereiden op mogelijk tijdelijke onderbrekingen van het betalingsverkeer door voldoende contant geld en alternatieve betaalmethodes achter de hand te hebben (Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer, 2025).

Daarbij is het van belang dat financiële instellingen alert blijven op ontwikkelingen in het digitale dreigingslandschap en voorbereid zijn op meerdere scenario's. Financiële instellingen hebben te maken met een hogere handelingssnelheid van cyberaanvallers. Dit geeft minder tijd om kwetsbaarheden op te lossen en zet meer druk op IT-afdelingen van financiële

instellingen. Zo is de tijd tussen het ontdekken van een kwetsbaarheid in het IT-systeem en het moment dat deze misbruikt wordt, afgenomen van dagen naar uren. Bovendien toont data van het Amerikaanse Nationale Instituut voor Standaarden en Technologie (NIST) een verdubbeling van het aantal kritieke kwetsbaarheden sinds 2021. Bij deze kritieke kwetsbaarheden is onmiddellijke aanpassing nodig om misbruik te voorkomen. Het is daarom van belang dat financiële instellingen kwetsbaarheden continu blijven monitoren om deze vervolgens snel en zorgvuldig op te kunnen lossen. Tenslotte zijn instellingen afhankelijk van een beperkt aantal niet-Europese digitale dienstverleners. Het is daarom belangrijk dat instellingen zich voorbereiden op disruptieve scenario's door – waar mogelijk – mitigerende maatregelen te nemen. Ook is het ontwikkelen van volwaardige Europese alternatieven op de lange termijn belangrijk om de Europese digitale autonomie te vergroten. (DNB-AFM, 2025).

Figuur 12 Sinds begin 2025 heeft de Nederlandse financiële sector maandelijks gemiddeld 13 significante ICT-incidenten gemeld



Ondertussen blijven Nederlandse huizenprijzen verder toenemen

Stijgende huizenprijzen en het aanhoudende woningtekort blijven de betaalbaarheid onder druk zetten en vragen om structurele oplossingen. In september 2025 liggen de prijzen van bestaande koopwoningen gemiddeld 7,0% hoger dan een jaar eerder, waarmee de Nederlandse huizenprijsindex een recordhoogte bereikt. De groei wordt voornamelijk gedreven door loonstijgingen, die de financieringsruimte voor huishoudens vergroten. Daarnaast wordt het hoge prijsniveau mede in stand gehouden door aanhoudende schaarste. Dit is zichtbaar in de korte verkooptijd van woningen, die sinds begin 2020 gemiddeld slechts 30 dagen is. Ook fiscale prikkels, zoals de hypotheekrenteaftrek ([DNB, 2021](#)), blijven de vraag naar woningen stimuleren en dragen daarmee bij aan een krappe huizenmarkt. Om deze krapte te verminderen is een breed pakket aan structurele maatregelen nodig. Aan de vraagkant moet fiscale stimulering van eigen woningbezit geleidelijk worden afgebouwd en de leen- en bestedingsruimte voor woningen niet verder worden uitgebreid. Aan de aanbodkant is het nodig om nieuwbouw op te schalen en de bestaande voorraad beter te benutten. Ondertussen blijft mede door de sterke prijsstijgingen van de afgelopen jaren de betaalbaarheid van koopwoningen voor starters onder druk staan. Ook blijven signalen van overwaardering aanwezig, wat kan leiden tot risicovoller leengedrag, al lijkt het risico op wanbetalingen momenteel niet toe te nemen. Op verzoek van het ministerie van Financiën stellen de AFM en DNB overigens een gezamenlijk rapport op, waarin we de financiële stabiliteit in relatie tot de leennormen monitoren ([Tweede Kamer, 2025](#)). Dit rapport volgt begin 2026.

Klimaatrisico's nemen toe door uitstel van benodigde maatregelen

Nu het steeds uitdagender wordt voor Nederland om de wettelijke klimaatdoelen te halen, neemt het risico op een schoksgewijze transitie toe. Volgens recente berekeningen raakt het wettelijke klimaatdoel van 55 procent emissiereductie in 2030 voor Nederland uit zicht ([PBL, 2025](#)). Uitstel van de benodigde maatregelen maakt de toekomstige opgave groter en kostbaarder, wat weer effect kan hebben op de financiële en prijsstabiliteit. Om meer inzicht te krijgen in de financiële en economische gevolgen van klimaatverandering en natuuraantasting, en de weerbaarheid van de financiële sector hiertegen te versterken werkt DNB samen met verschillende internationale en nationale partijen, waaronder het *Network for Greening the Financial System* (NGFS) en het Planbureau voor de Leefomgeving.

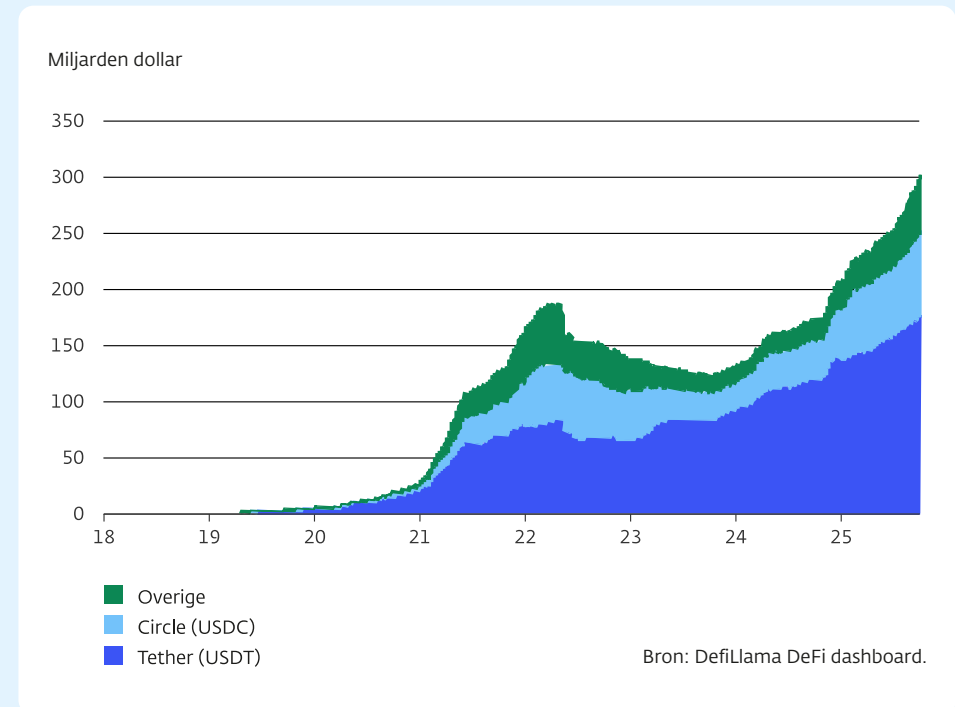


Verkenning van de sterke groei in stablecoin markten

De markt voor stablecoins groeit snel, vooral onder stablecoins gekoppeld aan de dollar. Anders dan andere crypto-activa, zoals Bitcoin, zijn stablecoins ontworpen om een stabiele waarde te behouden. Daartoe zijn ze doorgaans gekoppeld aan fiatvaluta, zoals de Amerikaanse dollar, en houden ze reserves aan in de vorm van staatsobligaties, bankdeposito's, participaties in geldmarktfondsen en andere activa. De groei van stablecoins heeft de afgelopen vijf jaar een vlucht genomen en de uitstaande marktwaarde bedraagt inmiddels circa 300 miljard dollar (zie figuur 13). Dit is slechts een klein deel van de bredere cryptomarkt die inmiddels 4.000 miljard dollar bedraagt. De meeste stablecoins zijn gedenomineerd in Amerikaanse dollar waardoor sprake is van een hoge mate van concentratie. Zo is meer dan 99% procent van alle uitstaande stablecoins gekoppeld aan de dollar, terwijl de twee grootste uitgevers – Tether en Circle – meer dan 80 procent van de markt vertegenwoordigen. Als gevolg van de Amerikaanse GENIUS Act verwachten sommige analisten dat de markt binnen drie jaar verder kan groeien tot een marktwaarde van 2.000 miljard dollar (Bloomberg, 2025).

Stablecoins passen een technologie toe die mogelijkheden biedt voor een efficiënter (grensoverschrijdend) betalingsverkeer. Net als andere crypto's zijn stablecoins gebaseerd op de *Distributed Ledger Technology* (DLT) waarbij transacties direct en zonder centrale tussenpersonen worden uitgevoerd. Dit maakt in theorie efficiëntere, transparante en programmeerbare transacties mogelijk. Stablecoins passen deze technologie grootschalig toe, maar ook andere initiatieven onderzoeken de potentie van DLT. Zo verkent SWIFT, het internationale betalingsberichten systeem, een ledger-toepassing in de bestaande betaalinfrastructuur om transacties realtime af te wikkelen en backofficeprocessen efficiënter te maken. Binnen de EU zijn reeds efficiënte retailbetalingen voorhanden, waardoor de toegevoegde

Figuur 13 De stablecoin markt is in rap tempo gegroeid



waarde van stablecoins daar beperkt lijkt. Mogelijke potentie is aanwezig bij grensoverschrijdende betalingen van en naar landen buiten de eurozone², zoals *remittances*, en bij de verdere digitalisering van financiële markten.

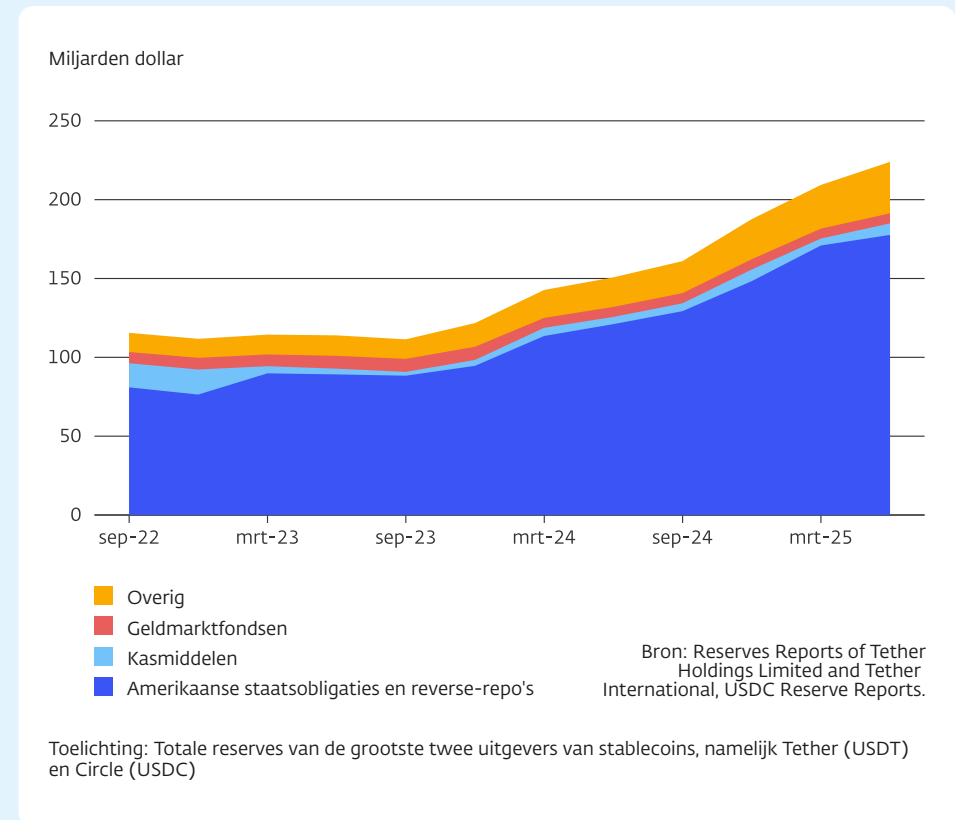
Tegelijkertijd kan de opmars van stablecoins gepaard gaan met risico's voor de financiële stabiliteit via de verwevenheid met traditionele markten. Hoewel de directe blootstelling van Europese huishoudens en

² Bij onvoldoende regulering van stablecoins kan dit ook risico's met zich meebrengen op het gebied van witwassen en naleving van sanctiewetgeving.

financiële instellingen aan stablecoins beperkt is (ECB, 2025), kunnen stablecoins bijdragen aan meer volatiliteit op financiële markten. Wanneer veel beleggers gelijktijdig hun stablecoins willen verkopen, zoals in 2023 na het faillissement van Silicon Valley Bank, kan dit leiden tot gedwongen verkopen van onderliggende activa. Dit kan vooral bijdragen aan schommelingen op de markt voor Amerikaanse (kortlopende) staatsobligaties, aangezien meer dan de helft van de stablecoin reserves bestaat uit dergelijke obligaties. Deze reserves van circa 170 miljard dollar staan gelijk aan bijna 2% van alle uitstaande kortlopende staatsobligaties in de VS (zie figuur 14). Onderzoekers van de BIS vinden bijvoorbeeld dat een uitstroom van 3,5 miljard dollar aan stablecoins beleggingen kan leiden tot een stijging van de rente op kortlopende Amerikaanse staatsobligaties van 6 tot 8 basispunten (BIS, 2025). Ook kunnen cryptobeurzen tijdens perioden van stress moeite hebben om significante verkoopvolumes te verwerken, wat koersschommelingen kan veroorzaken. Dergelijke schommelingen kunnen de komende jaren toenemen, als stablecoins verder groeien. Overigens kunnen Europese financiële instellingen daar ook door geraakt worden, bijvoorbeeld vanwege hun posities in Amerikaanse staatsobligaties of hun afhankelijkheid van deze markten voor dollarfinanciering (zie 'Box 1 Veilige haven onder druk? Afhankelijkheden van de Amerikaanse staatsobligatiemarkten').

Daarnaast is momenteel sprake van nationale verschillen in het regelgevende kader voor stablecoins. De invoering van MiCAR in de EU en de GENIUS Act in de VS zijn belangrijke stappen om stablecoins onder toezicht te brengen. Niettemin verschillen beide raamwerken, onder meer ten aanzien van de toegestane reserves en reikwijdte. Zo stelt MiCAR strenge eisen aan het reservebeheer, waarbij reserves uitsluitend mogen bestaan uit zeer liquide instrumenten zoals kasmiddelen en kortlopende staatsobligaties. De Amerikaanse GENIUS Act laat echter meer middelen als reserves toe, waaronder beleggingen in geldmarktfondsen (zie figuur 14). Ook mogen onder MiCAR geen kosten in rekening worden gebracht voor inwisselverzoeken van stablecoinhouders, wat wel mogelijk is onder de GENIUS Act. Deze verschillen in regelgeving kunnen leiden tot

Figuur 14 Reserves van grootste stablecoin uitgevers bestaan voor meer dan de helft uit Amerikaanse staatsobligaties



arbitragemogelijkheden. Door het inherent grensoverschrijdende karakter van stablecoins kunnen uitgevers vanuit een andere jurisdictie zich eenvoudiger richten op de Europese markt en zo gebruik maken van deze arbitragemogelijkheden. Risico's kunnen ook voortkomen uit zogenoemde *multi-issuance* modellen, waarbij dezelfde stablecoin via meerdere entiteiten onder verschillende regelgevende regimes wordt uitgegeven. Dit maakt het mogelijk voor een Amerikaanse uitgever om via een kleine dochteronderneming in de EU eenzelfde stablecoin uit te geven in zowel

de VS (onder de GENIUS Act) als in de EU (onder MiCAR). In geval van stress zou dit ervoor kunnen zorgen dat stablecoinhouders kosteloos en op grote schaal inwisselverzoeken indienen bij de Europese entiteit, met mogelijke liquiditeitsstress bij deze instelling tot gevolg. Dergelijke *multi-issuance* modellen kunnen de effectiviteit van MiCAR verzwakken en wijzen op het belang van consistentie tussen regelgevende kaders.

Internationale samenwerking en nauwlettende monitoring zijn zodoende essentieel om te voorkomen dat stablecoins een risico vormen voor het financiële stelsel. Consistent toezicht vereist mondiale standaarden die fragmentatie tussen jurisdicties en het risico op schadelijke regelgevingsarbitrage beperken. De FSB heeft dergelijke mondiale leidraden voor crypto en stablecoins ontwikkeld (FSB, 2023), maar de implementatie hiervan is tot dusver nog gebrekkig en inconsistent. Internationale samenwerking is en blijft cruciaal. Daarnaast vereist de snelle ontwikkeling van stablecoins en cryptomarkten dat regelgeving regelmatig wordt geëvalueerd, om te beoordelen of risico's voor de financiële stabiliteit voldoende worden beheerst. Ten slotte is het van belang om de blootstelling van de financiële sector aan stablecoin uitgevers – bijvoorbeeld via deposito's, bewaarconstructies of repo-transacties – te blijven monitoren. Gegeven de sterke groei in de stablecoin markt zal DNB de implicaties van stablecoins voor de financiële stabiliteit in 2026 nader onderzoeken.



2 Concurrentievermogen in een veranderende wereld

Geopolitieke spanningen en veranderingen in de wereldeconomie vergroten het belang voor de Europese en Nederlandse economie om concurrerend te blijven. Zowel Draghi als Letta hebben met hun rapporten het Europese concurrentievermogen bovenaan de politieke agenda geplaatst ([EC 2024](#); [EC 2024](#)). Draghi presenteert daarbij een beleidsagenda die inzet op productiviteitsgroei, verdieping van kapitaalmarkten en versterking van het financiële stelsel om de Europese ambities op klimaat, defensie en digitalisering te bereiken. Hoewel de Europese Commissie (EC) voortvarend is gestart met deze agenda, blijkt ruim een jaar na publicatie van het rapport dat slechts 11% van de voorstellen volledig en 20% gedeeltelijk is ingevoerd ([EPIC, 2025](#)). Ondertussen zijn geopolitieke spanningen verder toegenomen, waardoor de Europese ambities urgenter zijn geworden en de door Draghi genoemde jaarlijkse investeringsbehoefte van 750 à 800 miljard euro in een nieuwere schatting is opgelopen tot 1200 miljard euro ([EC, 2025](#)).

Een weerbaar financieel systeem en een concurrerende, productieve economie versterken elkaar. Het financiële systeem ondersteunt (innovatieve) bedrijven door krediet of risicodragend vermogen te verstrekken ([Levine, 1997](#)). Door innovatie kunnen sommige bedrijven hun concurrentiepositie verliezen, waarna nieuwe bedrijven hun plaats in de economie innemen ([Aghion en Howitt, 1992](#)). Een weerbaar financieel stelsel vangt dergelijke aanpassingen op en draagt zo bij aan economische groei ([Popov, 2017](#) en [Buch, 2024](#)). Andersom draagt duurzame groei bij aan financiële stabiliteit. Wanneer bedrijven en huishoudens profiteren van groei, neemt hun vermogen om schulden af te lossen toe en dalen kredietrisico's in de leningenportefeuilles van financiële instellingen. Bovendien draagt duurzame economische groei bij aan gezonde overheidsfinanciën, waardoor extra uitgaven - bijvoorbeeld als gevolg van vergrijzing of externe schokken - beter kunnen worden opgevangen.

Dit hoofdstuk onderzoekt het concurrentievermogen van de Europese en Nederlandse economie en de rol van het financiële stelsel. We schetsen de belangrijkste knelpunten voor het concurrentievermogen en de productiviteit. Deze knelpunten vragen om hervormingen in de reële economie. Tegelijkertijd zijn investeringen en passende financiering ook van belang. Om het financieringsaanbod te verbreden, is Europa vooral gebaat bij verdere verdieping en harmonisatie van de kapitaalmarkten. Aangezien banken de belangrijkste kredietverstrekkers zijn, is het tevens opportuun te kijken naar vereenvoudiging van bancaire regelgeving, zonder dat de sector aan weerbaarheid verliest. Om deze doelen te bereiken, is Europese samenwerking essentieel en blijft coördinatie in multilaterale gremia belangrijk ([OFS voorjaar, 2025](#)).

Groei van economie en productiviteit blijft achter, mede door lagere investeringen en knelpunten in de reële economie

Hoewel de economie nog gematigd groeit, staat het concurrentievermogen van Nederland en Europa onder druk. Met een verwachte groei van 1,4% in Nederland en 1,2% in de eurozone dit jaar ([IMF, 2025](#)), staan de Europese en Nederlandse economieën er op korte termijn goed voor. Ook is de uitgangspositie van het Nederlandse concurrentievermogen goed, waar het gaat om de mate waarin Nederland internationaal kan concurreren op prijs, kwaliteit en innovatie. Dit komt onder andere door het hoge opleidingsniveau van de beroepsbevolking, de open economie en het sterke institutionele kader. Niettemin staat er al enige tijd druk op het concurrentievermogen in Nederland en Europa. Dit komt vooral door de lage productiviteitsgroei ten opzichte van de VS, en recent ook door de hogere handelstarieven en sterk gestegen energieprijzen na de Russische inval in Oekraïne. Een belangrijke voorwaarde voor het concurrentievermogen is het investeringsklimaat. Dit klimaat wordt mede bepaald door

Concurrentievermogen vraagt om Europese samenwerking



Goed startpunt voor Nederland



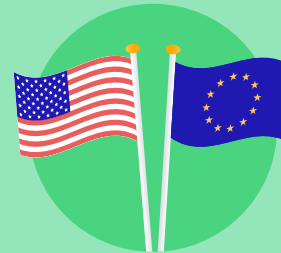
Bescheiden economische groei en aantrekkelijk investeringsklimaat



Relatief veel kapitaal beschikbaar



Maar de wereld verandert



Geopolitieke spanningen en belang van strategische onafhankelijkheid toegenomen



Productiviteitsgroei en investeringen lager dan in de VS



Belemmeringen voor sommige bedrijven om geld op te halen



Adviezen om concurrentievermogen te behouden



Nationaal kan de overheid:



Procedures versnellen



Voorspelbaar beleid voeren



In Europa inzetten op:



Nationale regels harmoniseren



Huishoudens met financiële ruimte stimuleren tot beleggen



Europees toezicht voor kritieke marktspelers versterken

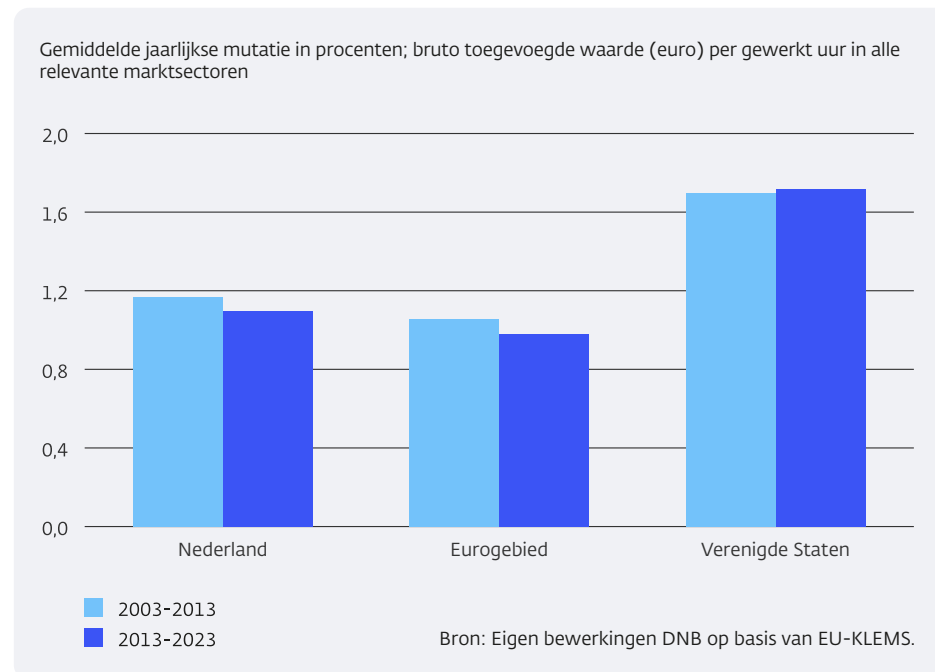


Regels voor banken vereenvoudigen zonder weerbaarheid te verliezen

de innovatiekracht van bedrijven en de kwaliteit van kapitaalgoederen. Nederland scoort nog altijd relatief goed op internationale lijstjes over investeringsklimaat, maar de positie is de laatste jaren wel verslechterd. Zo staat Nederland nu op de 10^e plaats van de IMD World Competitiveness Ranking 2025; zes plekken lager dan vier jaar geleden. Belangrijke oorzaken die IMD noemt voor de verslechtering zijn het complexe fiscale stelsel en de mate van regeldruk (IMD, 2025 en PwC, 2025). Ook de krappe arbeidsmarkt, het uitblijven van oplossingen voor de stikstofproblematiek en netcongestie spelen een rol bij de verslechtering van het investeringsklimaat.

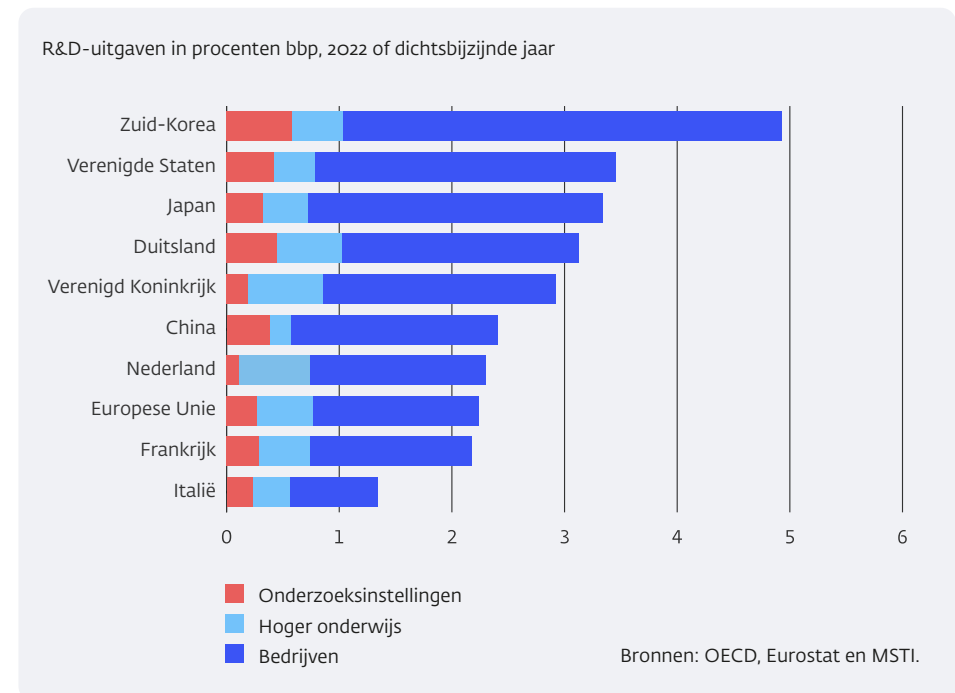
De achterblijvende productiviteitsgroei in Europa en Nederland hangt deels samen met lage investeringen in Research & Development (R&D). De productiviteitsgroei in Nederland en het eurogebied blijft het afgelopen

Figuur 15 Nederlandse en Europese groei van arbeidsproductiviteit blijft structureel achter op de Verenigde Staten



decennium achter bij die van de VS (zie figuur 15). Een belangrijke verklaring hiervoor zijn de lagere R&D investeringen, al speelt ook mee dat in de VS een snellere verschuiving van arbeid en kapitaal naar groeisectoren plaatsvindt (DNB, 2025). Zo heeft Nederland in 2022 circa 2,3% van het bbp besteed aan onderzoek en innovatie, wat minder is dan het Europese doel van 3% en fors lager dan de 3,5% bbp in de VS (zie figuur 16). Door achterblijvende R&D investeringen zijn Europese en Nederlandse bedrijven minder goed in staat om nieuwe technologieën te ontwikkelen en hun productie op te schalen. Daarbij is het voor bedrijven momenteel relatief complex en duur om uit te breiden naar andere EU-landen omdat nationale regelgeving op onderdelen sterk verschilt (EC, 2024).

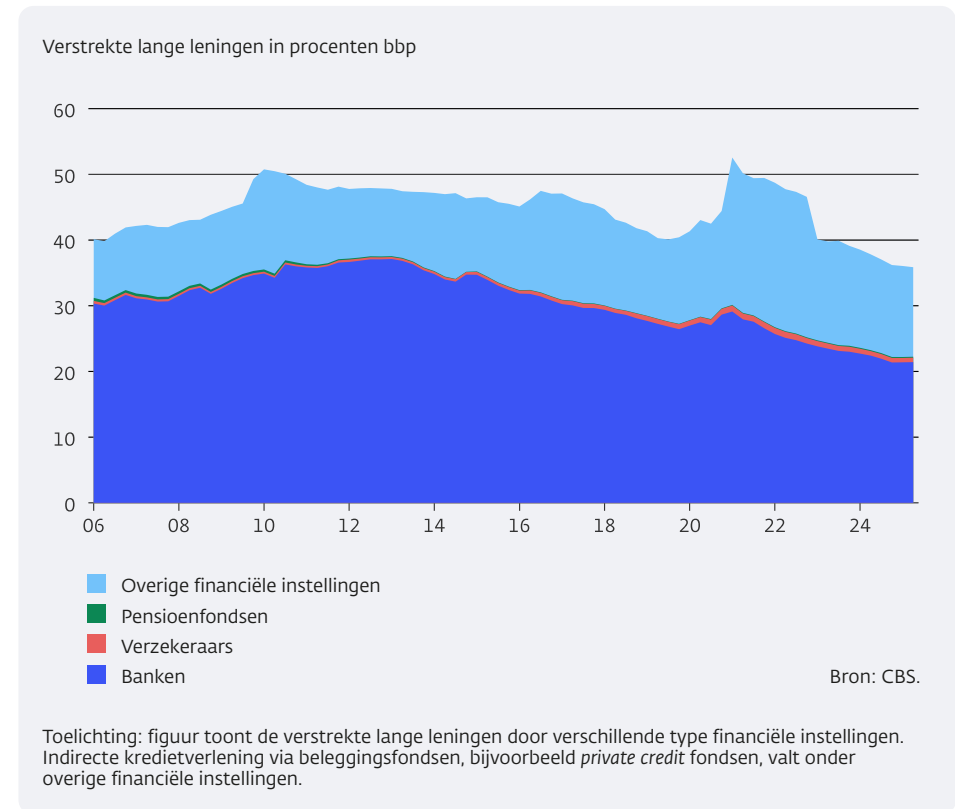
Figuur 16 Amerikaanse bedrijven besteden relatief meer aan Research & Development dan Europese of Nederlandse concurrenten



Voor investeringen in innovatie is de beschikbaarheid van voldoende en passende financiering van belang. De groei mogelijkheden van Europese bedrijven en hun innovatievermogen worden volgens het Draghi-rapport afgeremd door de relatief grote afhankelijkheid van bankfinanciering. Banken verstrekken doorgaans krediet op basis van stabiele kasstromen of voldoende onderpand. Voor jonge, innovatieve bedrijven is bankfinanciering minder geschikt, omdat zij daar vaak nog niet over beschikken. In Nederland ervaren twee specifieke groepen bedrijven knelpunten met financiering. De eerste groep zijn innovatieve bedrijven met een grote kapitaalbehoefte (vanaf 50 miljoen euro). De tweede groep bestaat uit kleine en middelgrote bedrijven met een beperkt track record of een financieringsaanvraag die niet direct binnen standaard financieringsmodellen valt (IBO, 2024 en ESB, 2023).

Het aanbod van financieringsvormen wordt breder, maar is in Nederland en Europa nog relatief beperkt ten opzichte van de VS. Hoewel banken nog steeds de belangrijkste kredietverstrekkers in Nederland zijn, is de afgelopen tien jaar een duidelijke opmars zichtbaar van alternatieve kredietverstrekking door niet-bancaire financiële instellingen, onder meer via zogeheten *private credit* (zie figuur 17). Naast krediet kunnen bedrijven risicodragende financiering verkrijgen via *private equity*, waarbij beleggingsfondsen eigen vermogen in bedrijven investeren. Naar schatting hebben Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars in totaal circa 325 miljard euro belegd in *private assets*, dat voornamelijk bestaat uit *private credit* en *private equity*. Een deel van deze beleggingen zit echter in bedrijven buiten Europa. Ook zijn deze alternatieve financieringsvormen relatief beperkt ten opzichte van de VS. Zo is *private equity* in Noord-Amerika drie keer zo groot als in Europa (S&P Global). Bovendien is de omvang van beschikbaar risicodragend vermogen in de EU lager omdat Europese huishoudens relatief veel sparen en weinig beleggen in vergelijking met Amerikaanse huishoudens. Het lagere beleggingsniveau komt onder andere door de aanwezigheid van uitgebreide sociale zekerheidsstelsels in Europa, maar eveneens door belemmeringen zoals relatief hoge kosten, lage toegankelijkheid, en het ontbreken van fiscale prikkels (ECB, 2025).

Figuur 17 Steeds meer bedrijfsleningen in Nederland worden door niet-bancaire instellingen verstrekt



Hervormingen zijn nodig om sterke concurrentiepositie te behouden

In Nederland zijn economische hervormingen nodig om de productiviteitsgroei te verhogen. Een hogere productiviteitsgroei vergt structurele hervormingen en meer investeringen in zowel kapitaalgoederen als kennis en vaardigheden. De overheid kan daaraan bijdragen door meer in onderwijs en onderzoek te investeren en procedures te versnellen. Daarbij is het belangrijk om knelpunten voor het ontplooiën van nieuwe economische activiteiten weg te nemen, vooral wat betreft stikstofruimte en congestie op het elektriciteitsnet. Ook een stabiel en voorspelbaar overheidsbeleid is van belang voor het investeringsklimaat. Zo heeft de toegenomen onzekerheid over het Nederlandse klimaatbeleid investeringen in de energietransitie geremd (DNB, 2025). Tot slot kan de overheid subsidies en andere financiële steun bieden om het innovatievermogen van bedrijven te vergroten, bijvoorbeeld op het gebied van digitale technologie en energietransitie. Eventuele steunmaatregelen moeten gericht zijn op bedrijven met een toekomstbestendig verdienmodel in Europa en niet ten koste gaan van houdbare overheidsfinanciën.

Daarnaast zou Nederland zich in Europees verband moeten blijven inzetten voor het voltooien van de interne EU-markt. De EU kent nog steeds belemmeringen voor grensoverschrijdend werken en ondernemen. Het wegnemen van deze interne barrières versterkt de Europese en de Nederlandse economie. Zo levert het verlagen van de overgebleven handelsbarrières een stijging van ongeveer 7 procent van het bbp op voor de hele EU (IMF, 2024). Versterking van de interne markt is met name wenselijk op twee terreinen. Ten eerste maakt harmonisatie van nationale regels het eenvoudiger voor bedrijven om grensoverschrijdend te groeien. Een voorbeeld is de faillissementswetgeving, die nu nog sterk uiteenloopt tussen Europese landen. Meer algemeen kan een uniform Europees wettelijk kader voor bedrijven – het zogenoemde 28e regime – grensoverschrijdende activiteiten van bedrijven bevorderen. Ten tweede kan verdere integratie van energiemarkten de energiekosten van bedrijven lager en stabiel maken, wat het concurrentievermogen verbetert. Naast het voltooien van de interne

markt draagt verdere verdieping en harmonisatie van Europese kapitaalmarkten bij aan toegankelijke en goedkopere bedrijfsfinanciering.

Breder financieringsaanbod vraagt om verdieping en harmonisatie van Europese kapitaalmarkten

Een verdere verdieping en harmonisatie van Europese kapitaalmarkten maakt het voor bedrijven eenvoudiger en goedkoper om passende financiering aan te trekken. Kapitaalmarkten bieden een goede aanvulling op bankfinanciering en geven toegang tot alternatieve financieringsvormen met meer risicodragend vermogen. Daarnaast bieden kapitaalmarkten mogelijkheden voor vroege investeerders om weer uit hun investering te stappen via een beursgang of overname. Dit stimuleert investeringen in de opstartfase van bedrijven. Verder vergemakkelijken kapitaalmarkten grensoverschrijdende investeringen binnen de EU, waardoor bedrijven breder toegang krijgen tot risicodragend vermogen en internationaal eenvoudiger kunnen groeien. Ook verhoogt een breder en meer divers financieringsaanbod de weerbaarheid van het financiële stelsel, omdat eventuele verliezen neerslaan bij een bredere groep investeerders. Om een beter functionerende Europese kapitaalmarkt te bereiken, heeft de Europese Commissie de eerdere initiatieven voor een kapitaalmarktunie en bankenunie gebundeld in een Spaar- en Investeringsunie (SIU) (EC, 2025). Dit initiatief bevat meerdere onderdelen, zoals stimulering van beleggingen en pensioenopbouw door huishoudens, het versterken van Europees toezicht en het voltooien van de bankenunie.

Om deze verdieping te bereiken, kan het gebruik van individuele beleggingsrekeningen gestimuleerd worden. De ECB schat dat wanneer Europese huishoudens een even groot deel van hun vermogen beleggen als Amerikaanse huishoudens, dit jaarlijks tot wel 350 miljard euro extra kapitaalmarktfinanciering kan ontsluiten (ECB, 2024). Om retailbeleggingen te stimuleren heeft Nederland samen met onder meer Frankrijk en Duitsland recent het *Finance Europe*-initiatief gelanceerd (Rijksoverheid, 2025). Dit is een Europees beleggingslabel dat investeringen in Europese bedrijven bevordert.

In het verlengde hiervan heeft de Europese Commissie een ontwerp voor spaar- en beleggingsrekeningen gelanceerd, die lidstaten kunnen gebruiken bij het invoeren van nationale regelingen om retailbeleggingen te stimuleren. Dit ontwerp is gebaseerd op bestaande *best practices* zoals het Zweedse ISK (EC, 2025). DNB onderschrijft deze initiatieven en het belang van snelle en daadkrachtige opvolging door lidstaten.

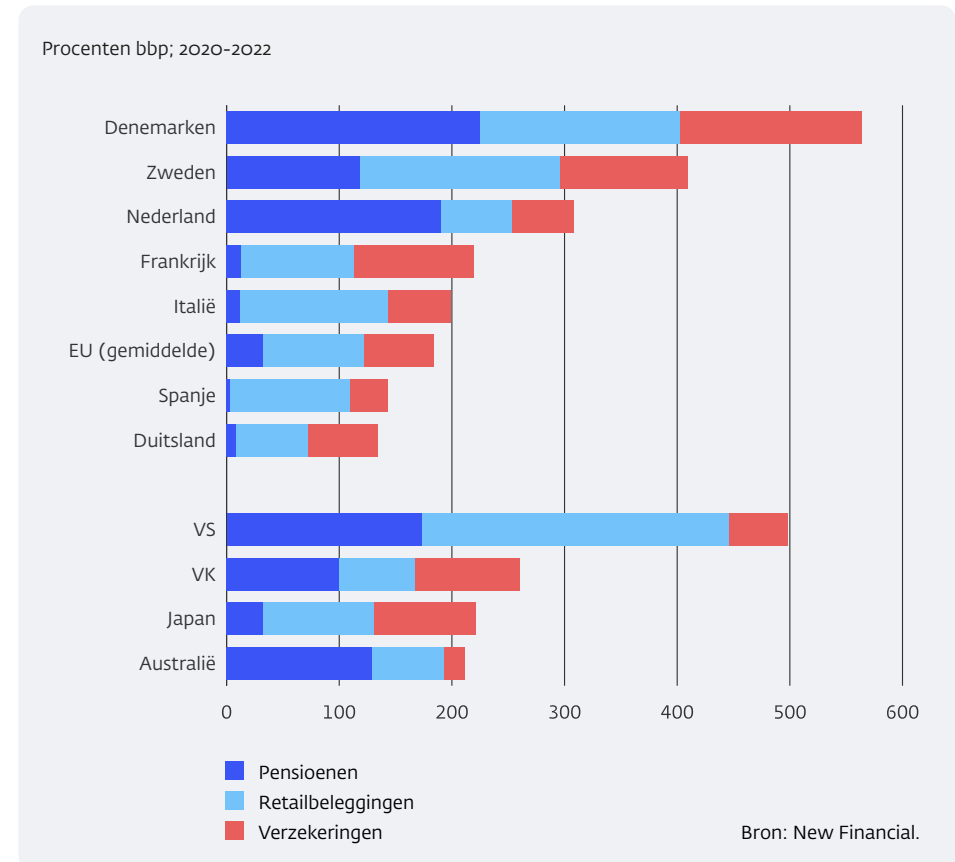
Ook de Nederlandse overheid kan privaat kapitaal mobiliseren door met passende prikkels huishoudens aan te moedigen om meer te beleggen.

Hoewel Nederlandse huishoudens al blootgesteld zijn aan aandelenmarkten via hun pensioenvermogen, is dit vermogen niet direct opneembaar. Voor huishoudens met voldoende liquide buffers en vermogen is er onbenut potentieel om verantwoord te beleggen, waarbij beleggingen meer perspectief kunnen bieden dan spaartegoeden (AFM, 2022). Daarom is ook in Nederland opvolging van het ontwerp voor spaar- en beleggingsrekeningen wenselijk. Bij regelingen om retailbeleggingen te stimuleren is de vormgeving van belang. Succesvolle bestaande nationale regelingen kenmerken zich door een aantal elementen, waaronder flexibiliteit en keuzevrijheid in beleggingsproducten en vrijheid in geografische uitzetting van beleggingen en onttrekking. Daarnaast is beleid op financiële geletterdheid en consumentenbescherming wenselijk. Ten slotte kunnen landen, waaronder Nederland, fiscale prikkels op nationaal niveau toepassen.

Daarnaast kan het financieringsaanbod verder groeien door maatregelen die (collectief) pensioensparen in de rest van Europa stimuleren. In tegenstelling tot veel andere Europese landen heeft Nederland met haar omvangrijke, kapitaalgedekte pensioenstelsel al veel lange termijn kapitaal beschikbaar (zie figuur 18). In lidstaten waar dit nog weinig of niet gebeurt, kunnen overheden aanvullende pensioenbesparingen stimuleren door burgers beter inzicht te geven in hun oudedagsvoorziening en automatische deelname aan bedrijfs(tak)pensioenen aan te moedigen. Verder kunnen pensioenfondsen in Europa gestimuleerd worden om te beleggen in innovatieve bedrijven. In sommige lidstaten gelden voor pensioenfondsen namelijk beperkingen, zoals kwantitatieve limieten, op investeringen in zogenoemde alternatieve activa, zoals durfkapitaal voor bedrijven. Deze

beperkingen zouden verminderd moeten worden, zonder nieuwe verplichtingen aan pensioenfondsen op te leggen. Het is immers belangrijk dat pensioenfondsen zelf verantwoordelijk blijven voor hun eigen beleggingskeuzes en zorgen voor goed risicobeheer. In Nederland biedt het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte voor beleggingen in alternatieve activa, omdat het vereist eigen vermogen vervalt en fondsen het beleggingsbeleid per leeftijdscohort vaststellen. Hierdoor kunnen pensioenfondsen het beleggingsbeleid beter afstemmen op de risicobereidheid en horizon van verschillende leeftijdsgroepen.

Figuur 18 Beschikbaar lange termijncapitaal verschilt aanzienlijk tussen landen



Een breder financieringsaanbod vraagt daarnaast om passende prudentiële regelgeving en gecentraliseerd Europees toezicht.

Een breder en meer divers financieringsaanbod verbetert de weerbaarheid van het financiële stelsel, mits alternatieve financieringsvormen, zoals *private equity*, niet gestimuleerd worden met soepelere prudentiële eisen voor financiële instellingen. Versoepeling van eisen verhoogt immers het risicoprofiel van individuele instellingen en maakt het financiële stelsel als geheel kwetsbaarder. Daarbij stellen dergelijke beleggingen hogere eisen aan het risicobeheer van financiële instellingen. Daarnaast kan de gewenste verbreding en verdieping van Europese kapitaalmarkten niet zonder passend Europees toezicht op grensoverschrijdende financiële partijen en kritieke marktinfrastructuur, zoals grote handelsplatformen, centrale effectenbewaarinstellingen, centrale tegenpartijen en vermogensbeheerders. Dit zorgt dat Europese regelgeving op een consistente en effectieve manier wordt toegepast en maakt het mogelijk om risico's – die een meer grensoverschrijdend karakter krijgen – beter te adresseren. Zodoende vindt DNB het wenselijk om het toezicht op deze partijen Europees vorm te geven ([AFM-DNB, 2024](#)). Voor het opzetten van dit Europees toezicht kunnen lessen uit de eerdere centralisatie van het banktoezicht meegenomen worden, zoals het belang van een risicogebaseerde benadering en het beperken van administratieve lasten.

Naast verdieping van kapitaalmarkten blijft ook de voltooiing van de bankenunie van belang. Om overloopeffecten tussen banken en overheden te beperken, is een Europese bankenunie met drie pijlers geïntroduceerd. De eerste twee pijlers – Europees banktoezicht en een Europees resolutiemechanisme – zijn het afgelopen decennium succesvol ingevoerd, wat heeft bijgedragen aan meer harmonisatie binnen Europa. Om de bankenunie te vervolmaken is echter ook de derde pijler, een Europees depositogarantiestelsel, nodig. DNB steunt dan ook verdere stappen om de bankenunie, inclusief deze pijler, te vervolmaken. Parallel daaraan is het wenselijk om te bekijken waar vereenvoudiging in de Europese regelgeving voor banken mogelijk is.

Bankenraamwerk kan eenvoudiger zonder weerbaarheid te verliezen

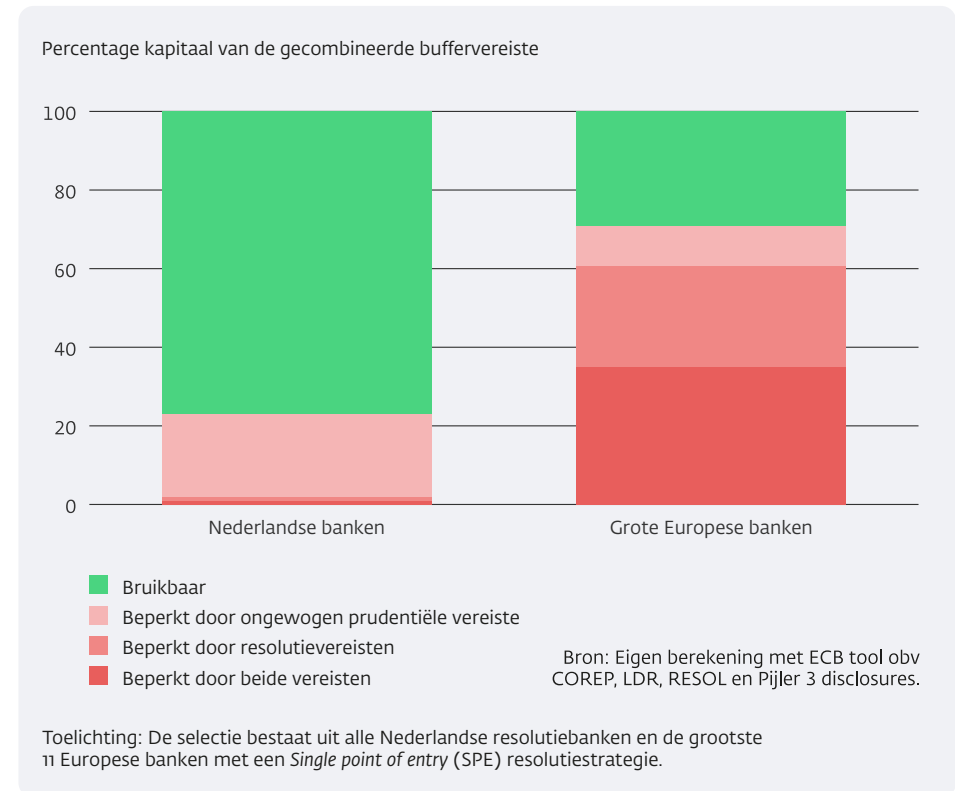
Naar aanleiding van het Draghi rapport, buigen Europese autoriteiten zich over mogelijkheden om regelgeving – waaronder die voor banken – te vereenvoudigen. In algemene zin roept Draghi op tot het versimpelen, verminderen en harmoniseren van regels om het concurrentievermogen van bedrijven te vergroten. Specifiek is het advies om te bezien of het Europese bankenraamwerk adequaat is. Hoewel Draghi geen concrete vereenvoudigingen noemt, geeft de Europese Commissie hier waarschijnlijk wel invulling aan in een rapport over het concurrentievermogen van banken dat naar verwachting in 2026 verschijnt. Ter voorbereiding op dit rapport brengt de ECB, met betrokkenheid van nationale centrale banken, de mogelijkheden in kaart om het bankenraamwerk te vereenvoudigen ([ECB, 2025](#)). Ook de EBA onderzoekt opties voor vereenvoudiging, en ziet onder meer mogelijkheden in de opzet van de kapitaalvereisten en buffers, de zogeheten *capital stack*, evenals in de resolutievereisten ([EBA, 2025](#)). Zowel de ECB als de EBA betrekken bij hun verkenning ook de hervormingen die na de financiële crisis van 2008 zijn doorgevoerd.

Dankzij eerdere hervormingen dragen banken nu bij aan de stabiliteit van het financiële stelsel, maar dezelfde hervormingen hebben het raamwerk wel complex gemaakt. Europese banken hebben de afgelopen jaren schokken, zoals de Covid-19 pandemie en de snelle transitie naar een hogere renteomgeving, goed doorstaan en de economie ondersteund tijdens recessies ([DNB, 2025](#)). Deze weerbaarheid is het gevolg van de solide kapitaalpositie van banken en de wereldwijde versterking van het raamwerk voor banken sinds de financiële crisis in 2008. Deze hervormingen bestaan onder meer uit hogere kapitaalbuffers van betere kwaliteit en de introductie van een *leverage ratio* eis. Ook zijn voor grotere banken resolutievereisten geïntroduceerd, zodat hun kritieke activiteiten bij financiële problemen een doorstart kunnen maken zonder overheidssteun. Het raamwerk is door deze hervormingen op onderdelen echter wel complex geworden. Zo zijn de resolutievereisten bijvoorbeeld gekoppeld aan de prudentiële vereisten.

Dit betekent dat banken gelijktijdig aan meerdere vereisten van verschillende hoogtes moeten voldoen, waar ze bovendien verschillende kapitaal- en schuldinstrumenten – zoals kernkapitaal en achtergestelde leningen – voor mogen inzetten (EBA, 2024). Aangezien banken deels zelf mogen bepalen welke instrumenten ze gebruiken, is het moeilijker om vast te stellen welke vereiste wanneer bindend is.

De complexiteit in het raamwerk leidt er onder meer toe dat banken hun (macro)prudentiële buffers soms minder kunnen gebruiken. Banken moeten (macro)prudentiële buffers voor systeemrisico's aanhouden – de zogeheten gecombineerde buffervereiste – zodat ze bij bijvoorbeeld economische tegenwind verliezen kunnen opvangen zonder de kredietverlening af te knippen. Uit analyse blijkt echter dat banken deze buffers niet volledig kunnen gebruiken. Zo kan een selectie van de grootste Europese banken gemiddeld slechts 29% van deze buffers gebruiken zonder andere vereisten te onderschrijven (zie figuur 19 en ECB, 2025). Dit komt doordat hetzelfde kernkapitaal gelijktijdig meetelt voor meerdere vereisten, zowel voor prudentiële als resolutievereisten. De verminderde bruikbaarheid van de buffers kan passend zijn, omdat de verschillende prudentiële en resolutie vereisten ieder op een eigen en complementaire manier bijdragen aan de financiële gezondheid van een bank. Wel verschilt de mate waarin de buffers bruikbaar zijn aanzienlijk tussen banken. Zo kunnen Nederlandse banken gemiddeld 77% van hun buffers inzetten zonder andere vereisten te onderschrijven. Deze betere bruikbaarheid van de buffers ten opzichte van hun Europese sectorgenoten komt door een combinatie van factoren. Zo geven Nederlandse banken meer kapitaal- en schuldinstrumenten uit dan vereist, en wordt aan de resolutievereisten voldaan met een relatief grote hoeveelheid achtergestelde instrumenten.

Figuur 19 Door gelijktijdige vereisten zijn buffers niet volledig bruikbaar voor grote Europese banken



Tegen deze achtergrond is het opportuun om het prudentiële raamwerk op onderdelen te vereenvoudigen, zolang de weerbaarheid van het bankwezen daarbij op peil blijft. Vereenvoudiging is op meerdere onderdelen mogelijk. Zo kan het aantal buffers in de gecombineerde buffervereiste worden teruggebracht van vijf naar twee, namelijk: één vaste buffer en één buffer die vrijgegeven kan worden bij stress. Met deze vereenvoudiging is het makkelijker om nationale buffervereisten voor systeemrisico's op andere Europese banken toe te passen – zogeheten reciprociteit – wat meer transparantie en eenvoud biedt voor de sector.

Tegelijkertijd blijft hiermee de totale bufferomvang gelijk, zodat de sector haar weerbaarheid behoudt. Dit is belangrijk tegen de achtergrond van verhoogde geopolitieke en economische onzekerheid (zie 'Box 3: Het financiële stelsel in historisch perspectief: weerbaarheid behouden bij veranderende kwetsbaarheden'). Daarnaast kan het raamwerk ook eenvoudiger worden door de samenhang tussen de prudentiële en resolutievereisten te verminderen, bijvoorbeeld door meer onderscheid te maken tussen instrumenten voor prudentiële en resolutievereisten. Zo kunnen de resolutievereisten alleen gericht worden op een doorstart en de bijbehorende schuldinstrumenten, wat de bruikbaarheid van de buffers bij grote Europese banken verbetert. Een andere optie is om – zoals de Duitse centrale bank heeft geopperd – enkel kernkapitaal toe te staan voor prudentiële vereisten (FT, 2025). In het verlengde van een splitsing tussen instrumenten is een nauwere aansluiting van de Europese resolutievereisten bij internationale afspraken mogelijk door alleen achtergestelde schuldinstrumenten mee te tellen. Dit maakt het Europese resolutieraamwerk simpeler, omdat geen aparte resolutievereisten nodig zijn om de aanwezigheid van voldoende achtergestelde schuldinstrumenten te borgen.

Verder kan de complexiteit van het bankenraamwerk verlaagd worden als wetgevers de hoeveelheid lagere regelgeving verminderen. Het verminderen van onnodige complexiteit in regelgeving leidt tot lagere nalevingskosten voor financiële instellingen en verkleint het risico op arbitrage. Wel vraagt reductie van de hoeveelheid lagere wet- en regelgeving om heldere keuzes van wetgevers bij het opstellen van wetgeving. Zo hebben Europese wetgevers bij de invoering van het meest recente pakket aan bankenregelgeving (de zogeheten CRR3 en CRD6) opdracht gegeven om meer dan 130 mandaten in te vullen met aanvullende technische standaarden en *guidance*. DNB verwelkomt dat wetgevers nu kritischer beoordelen welke van deze opdrachten prioriteit verdienen. Daarnaast is het wenselijk om zo min mogelijk nationale opties op te nemen in Europese wetgeving, zodat deze zo uniform mogelijk wordt toegepast.

Box 3 Het financiële stelsel in historisch perspectief: weerbaarheid behouden bij veranderende kwetsbaarheden

Net als in aanloop naar de financiële crisis in 2008 klinkt de roep om regels en lasten te verminderen. Deze aandacht leidt tot voorstellen voor minder, eenvoudigere en – in sommige gevallen – soepelere regels, zoals bij de prudentiële behandeling van securitisaties (EC, 2025). De huidige focus op minder regels vanuit het oogpunt van concurrentievermogen roept ook herinneringen op aan de periode voor 2008, toen macro-economische onevenwichtigheden, financiële innovaties en minder indringend toezicht de basis legden voor de wereldwijde financiële crisis. De zogenoemde “Turner Review” uit 2009 geeft een overzicht van de oorzaken van die crisis (Financial Services Authority, 2009). Zo stimuleerden macro-economische onevenwichtigheden kredietgroei bij huishoudens en overheden. Ook ontstond een *search for yield* onder investeerders, wat zich – mede dankzij financiële innovatie – vertaalde in een explosieve groei van (de complexiteit van) financiële producten. Door gebrekkige en inconsistente regelgeving en onvoldoende doortastend toezicht konden risico's zich opstapelen, waarbij risicomodellen veelal te weinig rekening hielden met de onderliggende risico's van deze complexe producten (Viñals et al, 2010).

Mede dankzij hervormingen en nieuwe regelgeving na de financiële crisis zijn kwetsbaarheden in de bankensector en bij Nederlandse huishoudens het afgelopen decennium afgenomen. Zo zijn de schulden van huishoudens – met name hypotheek – ten opzichte van de economie gedaald (zie figuur 20, links). Ook is de omvang van de Nederlandse bankensector gekrompen en hebben banken minder overheidsschuld op hun balans, wat de verwevenheid tussen banken en overheden vermindert (zie figuur 20, rechts). Daarnaast is de weerbaarheid van banken verbeterd door onder andere hogere en betere kwaliteit kapitaalbuffers, en de introductie van passende liquiditeits-eisen (zie 'De financiële sector behoudt zijn goede uitgangspositie').

Daarnaast beschikken autoriteiten over meer instrumenten om de schade van een crisis te beperken, zoals resolutievereisten voor banken en verzekeraars, Europese samenwerking in de bankenunie en monetaire instrumenten om liquiditeit op financiële markten te herstellen.

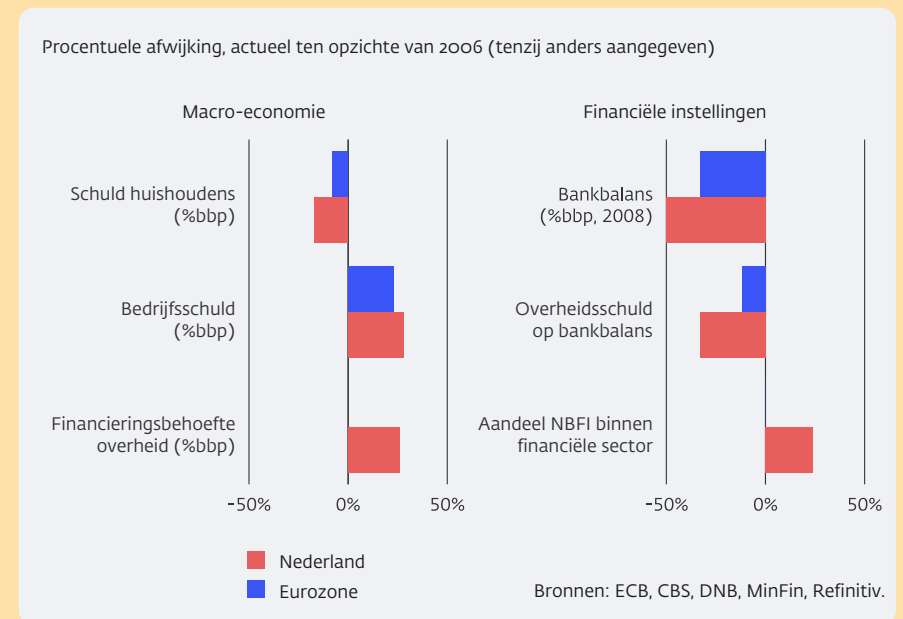
Wel zijn bancaire activiteiten gedeeltelijk verschoven naar niet-bancaire instellingen, waardoor andere kwetsbaarheden en verwevenheden zijn ontstaan. Dit blijkt onder meer uit het grotere aandeel in de totale kredietverlening van dergelijke instellingen (zie figuur 20, rechts). Deze verschuiving is mede het gevolg van strengere regelgeving bij banken en *search for yield* bij institutionele beleggers. Niet-bancaire financiële instellingen en banken zijn bovendien op verschillende manieren met elkaar verbonden, via hun activa en passiva (FSB, 2024) op directe en indirecte wijze, bijvoorbeeld wanneer bedrijven financiering aantrekken van zowel banken als niet-banken. Andere toegenomen kwetsbaarheden zijn de hogere bedrijfsschulden en de financieringsbehoefte van de Nederlandse overheid (zie figuur 20, links). De mate waarin dergelijke kwetsbaarheden tot stress of een crisis kunnen leiden hangt sterk af van hun gevoeligheid voor risico-gebeurtenissen. Zo zetten hogere defensie-uitgaven als gevolg van geopolitieke spanningen extra druk op overheidsfinanciën (zie 'Hogere lange rentes zetten schuldhoudbaarheid op scherp, in het bijzonder in Frankrijk').

Gelet op het actuele risicobeeld blijft het belangrijk om de schokbestendigheid van het financiële stelsel op orde te houden.

Gezien geopolitieke spanningen en verhoogde economische onzekerheid blijft het risico op externe schokken voor de financiële stabiliteit voorlopig prominent aanwezig. Het is daarom van belang dat Nederlandse (en Europese) financiële instellingen hiertegen bestand blijven, wat vraagt om behoud van de verbeterde weerbaarheid van banken na de financiële crisis.

Bovendien vraagt de verschuiving van kwetsbaarheden naar niet-bancaire financiële instellingen om stapsgewijze versterking van regelgeving en van de macroprudentiële gereedschapskist (OFS voorjaar, 2024).

Figuur 20 Kwetsbaarheden verschoven van banken naar niet-bancaire sector



Hoofdauteurs: Malou Dirks en Annick van Ool

Data ondersteuning: Jack Bekooij

Medeauteurs van de specifieke hoofdstukken

Risicobeeld:

Lennert Branderhorst, Francesco Caloia, Tomás Carrera de Souza,
Ryanne Cox, Lennart Dekker, Robert van Geffen, Kasper Goosen,
David-Jan Jansen, Daan de Leeuw, Dorien de Leeuw, Martijn Knapen,
Niek de Meijier, Floortje Merten, Nander de Vette, Razvan Vlahu,
Max Wetzer, Bart Wilbrink en Lu Zhang

Concurrentievermogen in een veranderende wereld:

Francesco Caloia, Laura Deen, Robert van Geffen, Gerbert Hebbink,
David-Jan Jansen, Jan Kakes, Guido Schotten, Bart Wilbrink en
Thomas Zaaijer

Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2025

©2025 De Nederlandsche Bank N.V.

Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

020 524 91 11

[dnb.nl](https://www.dnb.nl)

Volg ons op:

 Instagram

 LinkedIn

 X

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM