

Addendum herziene indicatorenlijst CCyB (september 2025)

Dit addendum dient ter vervanging van de onderbouwing van de indicatorenlijst in sectie 3 van het analytische raamwerk voor het vaststellen van de contracyclische kapitaalbuffer in Nederland, wat [hier](#) te vinden is.

DNB heeft in september 2025 besloten de indicatorenlijst als onderdeel van de vaststelling van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) te herzien. In dit addendum wordt de herziene indicatorenlijst nader toegelicht. Dit document vervangt daarmee de toelichting in sectie 3 ("Onderbouwing indicatorenlijst") van het analytische raamwerk voor de vaststelling voor het bepalen van de contracyclische kapitaalbuffer in Nederland ([link](#)), in het bijzonder wat betreft de keuze voor indicatoren en het gebruik van deze indicatoren voor de vaststelling van de fase van het cyclische systeemrisico. Alle andere elementen van het raamwerk blijven ongewijzigd. Dit geldt dus onder meer voor de kalibratie (sectie 1) en de beoogde inzet van de CCyB in de verschillende fases van het cyclische systeemrisico (sectie 2).

De indicatorenlijst dient als startpunt voor de besluitvorming over de CCyB. Net als in het huidige raamwerk is echter geen sprake van een mechanische link tussen de waarden van de indicatoren in het dashboard en de hoogte van de CCyB. De uiteindelijke besluitvorming blijft plaatsvinden op basis van begeleide oordeelsvorming (*guided discretion*), waarbij ontwikkelingen in de (kern)indicatoren in het dashboard worden gecombineerd met aanvullende inzichten of analyse. DNB zal hier op kwartaalbasis over blijven communiceren.

Toelichting selectieproces van indicatoren

De herziene indicatorenlijst bestaat uit kern-, stress- en bankindicatoren. De kernindicatoren staan centraal in het bepalen van het niveau van het cyclische systeemrisico in Nederland en worden hieronder nader toegelicht. De bank- en stressindicatoren dienen als relevante cross-checks die inzicht geven in respectievelijk de huidige weerbaarheid van de Nederlandse bankensector en de mate waarin sprake is van verhoogde stress of materialisatie van risico's op financiële markten. Dit is relevante informatie bij het bepalen van de gepaste inzet van de CCyB. De bank- en stressindicatoren geven echter geen of slechts in beperkte mate een indicatie van de mate waarin sprake is van cyclische risico's.

De selectie van de kernindicatoren is bepaald op basis van drie criteria. Deze criteria zijn grotendeels ongewijzigd van de voorgaande indicatorenlijst (zie p. 16 in het analytische raamwerk). In de eerste plaats dienen indicatoren recht te doen aan de vereisten uit de Capital Requirements Directive (CRD) en de ESRB-aanbeveling 2014/1 ten behoeve van het bepalen van de CCyB.¹ De ESRB-aanbeveling geldt ook als uitgangspunt bij het bepalen van de dimensies voor de kernindicatoren (macro-economie, kredietverlening, activaprijzen en risicobereidheid). In de tweede plaats kijkt DNB naar de *early warning properties*, oftewel de signaalwaarde van indicatoren voor financiële crises, op basis van de academische literatuur. Het derde criterium houdt in dat indicatoren relevant zijn voor de specifieke Nederlandse financiële en economische structuur.

Ten opzichte van de voorgaande indicatorenlijst heeft het derde criterium een nadere invulling gekregen. DNB gebruikt hiervoor een kwantitatieve analyse naar de voorspelwaarde van indicatoren voor neerwaartse economische risico's in Nederland. De eerder benoemde *early warning properties* van indicatoren zijn immers niet hetzelfde voor ieder land, onder meer vanwege verschillen in de economische en financiële structuur (zie [Hartwig et. al. 2021](#)). De ESRB-aanbeveling adviseert autoriteiten daarom om naar indicatoren te kijken die aansluiten bij de specifieke situatie van het desbetreffende land. Het kwantitatief bepalen van de *early warning properties* voor individuele landen (i.e. in hoeverre indicatoren een crisis in land X kunnen voorspellen) is echter niet of nauwelijks mogelijk door de beperkte beschikbaarheid van data.² Ook is het doel van de CCyB breder dan puur het voorkomen van financiële crises, namelijk het beperken van procyclische amplificatie van schokken naar de reële economie.³

DNB kijkt daarom voor alle indicatoren naar de historische voorspelwaarde voor neerwaartse economische risico's in Nederland. Dit houdt in dat een indicator statistisch gezien samenhangt met grotere neerwaartse risico's voor de economische groei in Nederland in de (nabije) toekomst. Deze samenhang kan reflecteren dat een indicator voorspelwaarde heeft voor financiële ontwrichting, of doordat een indicator duidt op (de opbouw van) kwetsbaarheden die de negatieve

¹ Uit hoofde van de CRD dienen autoriteiten ten minste de Bazelse *credit-to-GDP* gap in acht te nemen bij het bepalen van de CCyB. De ESRB beveelt daarnaast aan om ook andere kwantitatieve en kwalitatieve informatie mee te nemen.

² Analysis naar *early warning indicators* zijn doorgaans gebaseerd op het wel of niet voorkomen van een financiële crisis. In Nederland heeft zich volgens gangbare economische definities echter slechts één financiële crisis voorgedaan in de afgelopen negentig jaar.

³ Zie ESRB 2014/01, recital 1.

impact van andere schokken vergroot. De analyse bestaat uit het schatten van *quantile local projections* zoals in het *growth-at-risk* raamwerk in Adrian et. al. (2019).⁴ We verzamelen ruim vijftig (varianten van) indicatoren die op basis van verschillende bronnen potentieel relevant kunnen zijn voor het meten van cyclische systeemrisico's.⁵ Vervolgens testen we met *quantile local projections* de voorspelwaarde van iedere indicator voor het 5e, 10e en 25e kwantiel van de groeidistributie, één tot zestien kwartalen vooruit. Het 10e kwantiel is in principe het uitgaanspunt.⁶ Het model omvat ook de vertraagde bbp-groei als controlevariabele en houdt dus rekening met de stand van de conjunctuur.

Figuur 1 – Herziene indicatorenlijst voor de Nederlandse CCyB (2025K3)

Indicator	Latest observation	Previous observation	Date
Core indicators: macroeconomic			
Real GDP y-o-y	1.5	2.5	2025-06
Unemployment rate	3.8	3.8	2025-06
Core indicators: credit			
Basel credit-to-GDP gap	-40.9	-42.8	2025-03
Household credit two year growth	-1.1	-0.1	2025-03
Debt service ratio households two-year change	-0.4	-0.5	2024-12
Core indicators: asset prices			
Real RRE price two-year growth	12.2	8.2	2025-06
Real CRE price two-year growth	-3.2	-7.6	2025-03
Real AEX two-year growth	13.6	15.2	2025-06
House price to income ratio	135.0	133.8	2025-03
Core indicators: risk premiums			
Risk premium corporate bonds	3.4	3.0	2025-06
Equity implied volatility	19.7	15.1	2025-06
Bank lending margins	1.4	1.2	2025-06
Stress indicators			
Financial stress indicator	-1.7	-1.7	2025-03
Bank indicators			
CET1 ratio (%)	17.6	17.5	2025-06
Return on assets (pre-tax, %)	0.6	0.7	2025-06
Net outflow stage 1 loans	1.1	0.1	2025-06

Toelichting: Alle cijfers zijn per 18 september 2025.

Databronnen: CBS, Datastream, DNB, ECB, FRED, OECD, DNB berekeningen.

⁴ Deze methode wordt ook gebruikt in [DNB \(2025\)](#) en daar uitgebreider toegelicht.

⁵ Deze lijst is tot stand gekomen op basis van de academische literatuur, de indicatoren uit ESRB 2014/01, en de indicatoren uit de vorige indicatorenlijst van DNB alsmede van andere centrale banken.

⁶ Dit kwantiel is equivalent is aan een economische krimp van ongeveer 1% op jaarbasis.

Toelichting specifieke indicatoren

Op basis van deze drie criteria is de uiteindelijke selectie van indicatoren in figuur 1 tot stand gekomen. De individuele indicatoren worden hieronder nader toegelicht.

Kernindicatoren: Macro-economische dimensie

De macro-economische dimensie bekijkt in hoeverre sprake is van normale economische omstandigheden in Nederland. Dit is onder meer relevant vanwege de mogelijkheid van procyclische effecten of verstoringen bij een aanpassing van de CCyB. Hiervoor kijken we naar de economische groei op jaarbasis en de werkloosheid in Nederland.⁷

Kernindicatoren: Kredietverlening

De dimensie kredietverlening bekijkt in hoeverre sprake is van de opbouw van systeemrisico's en onevenwichtigheden door (excessieve) kredietgroei of veranderingen in de terugbetaalcapaciteit. De Bazelse *credit-to-GDP* gap wordt daarbij voorgeschreven door de huidige wet- en regelgeving, en vergelijkt de totale kredietgroei aan de private sector ten opzichte van het bbp met een statistisch afgeleide trend. Zoals toegelicht in het raamwerk bekijkt DNB daarbij ook naar de *buffer guide* op basis van de Bazelse *credit-to-GDP-gap* als startpunt voor het bepalen van de passende hoogte van de CCyB. Deze maatstaf heeft echter ook tekortkomingen (zie bijv. [Lang en Welz 2017](#)) en heeft in Nederland historisch gezien geen sterke voorspelwaarde voor financiële crises of neerwaartse economische risico's.⁸

Naast de Bazelse *credit-to-GDP-gap* omvat het dashboard daarom ook indicatoren gericht op de kredietgroei en (veranderingen in) de terugbetaalcapaciteit bij Nederlandse huishoudens. Beide indicatoren komen in de academische literatuur naar voren als belangrijke voorspellers van financiële ontwrichting en crises (e.g. [Jordà et. al. 2016](#), [Mian et. al. 2017](#)). Ook blijkt uit onze analyse dat kredietontwikkelingen bij huishoudens relatief sterk samenhangen met neerwaartse economische risico's in Nederland. Voor het bedrijfsleven vinden we

⁷ Specifiek voor deze twee indicatoren is het derde criterium logischerwijs minder relevant, aangezien sprake is van een directe relatie tussen de indicatoren en de afhankelijke variabele in de kwantitatieve analyse.

⁸ Zo was de Bazelse *credit-to-GDP* gap in Nederland negatief in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis (2005-2008), en juist positief gedurende de financiële en eurocrisis (2009-2015). Op basis van de Bazelse *buffer guide* had DNB de (destijds niet-bestaande) CCyB dus procyclisch in moeten zetten.

daarentegen geen consistente samenhang tussen hogere kredietgroei en/of verminderde terugbetaalcapaciteit en neerwaartse economische risico's. Dit komt mogelijk omdat verhoogde kredietgroei aan het bedrijfsleven ook positieve economische effecten kan hebben, zoals hogere productiviteitsgroei.

Kernindicatoren: Activaprijzen

De derde dimensie heeft betrekking op ontwikkelingen in activaprijzen. Een sterke stijging van activaprijzen en/of waarderingen kan wijzen op verhoogde cyclische risico's en hangt historisch gezien samen met een grotere kans op systeemcrises (zie o.a. [Brunnermeier et. al. 2021](#), [Tölö et. al. 2018](#)). Voor residentieel vastgoed kijken we zowel naar de reële veranderingen in prijzen als een indicator van (over)waardering, namelijk de ratio tussen huizenprijzen en het gemiddelde huishoudinkomen. Vooral deze laatste indicator hangt sterk samen met neerwaartse economische risico's. Daarnaast kijken we naar de reële prijsontwikkeling van commercieel vastgoed en van aandelenprijzen. Wat betreft de laatste blijkt uit onze analyse dat de reële veranderingen in aandelenkoersen consistentere samenhangen met neerwaartse economische risico's dan het geval is voor specifieke waarderingsindicatoren, zoals koers/winstratio's. Om de langdurige opbouw van risico's te meten, bekijken we veranderingen over een twee-jaarshorizon. Dit komt zowel in onze analyse als de academische literatuur naar voren als de meest relevante tijdspanne (zie bijv. [Lang et. al. 2019](#)).

Kernindicatoren: Risicobereidheid

De laatste dimensie heeft betrekking op de risicobeprijzing en risicobereidheid in de financiële sector, wat kan duiden op onderschatting van risico's en de opbouw van kwetsbaarheden. Dit wordt primair gemeten aan de hand van de hoogte van risicopremies. Hiervoor kijken we naar de premies op risicovolle bedrijfsobligaties (i.e. met een kredietoordeel van BBB), de impliciete volatiliteit op aandelenmarkten (via de VIX) en de gemiddelde bancaire leenmarges.⁹ Bij deze indicatoren geldt dat lagere waardes duiden op verhoogde risico's. Zo kunnen lage kredietrisicopremies op financiële markten of bij banken duiden op verhoogde risicobereidheid en de opbouw van cyclische risico's (zie o.a. [Babecký et. al. 2013](#)). Voor bancaire leenmarges blijkt uit de analyse dat een gemiddelde van de

⁹ De risicopremie op aandelen is in de voorgaande dimensie al indirect ondervangen.

uitleenmarges op zowel leningen aan huishoudens als bedrijven de beste voorspellende waarde heeft voor neerwaartse economische risico's in Nederland.

Bancaire en stressindicatoren

De bancaire indicatoren geven inzicht in de weerbaarheid en winstgevendheid van de bancaire sector in Nederland. Deze indicatoren wijzen niet direct op (de opbouw van) cyclische systeemrisico's, maar zijn niettemin relevante cross-checks binnen de besluitvorming. Zo kan een lage winstgevendheid duiden op een groter risico op (onwenselijke) procyclische effecten van een verandering in de CCyB. DNB kijkt in deze categorie naar de gewogen kapitalisatie (CET1-ratio) van het Nederlandse bankwezen, de winstgevendheid (het rendement op activa voor belastingen) en de netto verschuivingen van leningen van stage 1 naar stage 2, als indicator voor veranderingen in de kredietkwaliteit op bankbalansen.

De stressindicator geeft inzicht in de aanwezigheid van bovengemiddelde financiële stress of de acute materialisatie van risico's. Dit type indicator is minder geschikt om de opbouw van cyclische systeemrisico's te monitoren, maar is wederom een relevante cross-check binnen de besluitvorming. Zo kan het onwenselijk zijn om de CCyB te verhogen indien sprake is van bovengemiddelde stress, of kan de acute materialisatie van stress een eerste indicatie geven dat het wenselijk is om (een deel van) de CCyB vrij te geven. DNB kijkt hiervoor naar de (Nederland-specifieke versie van) samengestelde indicator van financiële stress ontwikkeld door de ECB op basis van vijftien onderliggende reeksen (zie [Hollo et. al. 2012](#)).

Referentiewaardes en communicatie

De kernindicatoren krijgen in de nieuwe indicatorenlijst een kleur toegekend op basis van hun waarde in de historische distributie. De kleur groen correspondeert daarbij met een waarde die zich tussen het 25^e en 75^e percentiel van de historische distributie bevindt. De kleuren rood en blauw corresponderen met een waarde die zich respectievelijk boven het 75^e of beneden het 25^e percentiel bevindt. Voor indicatoren waar hogere waardes gelijk staan aan lagere risico's (zoals risicopremies) is dit omgekeerd. De onderliggende aanname is dat in een standaard risico-omgeving de meeste indicatoren zich binnen het 25^e en 75^e percentiel van de historische distributie bevinden.

Met de kleurcodering beoogt DNB de ontwikkelingen in indicatoren en het bepalen van de fase van het cyclische systeemrisico inzichtelijker te maken.

In lijn met het huidige raamwerk (zie sectie 2 van het analytisch raamwerk) vormt de positie van indicatoren in de historische distributie en hoe deze zich verhoudt tot de structurele trend het startpunt voor het bepalen van de fase van het cyclische systeemrisico. Hoewel de kleurcodering relevante input levert voor de besluitvorming, is echter geen sprake van een mechanische link tussen de waarden van indicatoren en de hoogte van de CCyB. Het is onvermijdelijk dat *expert judgement* een belangrijke rol blijft spelen, onder meer vanwege de onzekerheid in het meten van cyclische systeemrisico's - bijvoorbeeld omdat de kernindicatoren geen eenduidig signaal afgeven - of vanwege beperkingen in de tijdigheid van indicatoren.

De uiteindelijke besluitvorming blijft daarom plaatsvinden op basis van *guided discretion*, waarbij de ontwikkelingen in de kernindicatoren worden gecombineerd met aanvullende inzichten en analyse.¹⁰ Onder deze aanvullende analyse kan bijvoorbeeld de verwachting van DNB vallen over hoe bepaalde indicatoren zich vooruitkijkend zullen ontwikkelen, op basis van onder andere ramingen. DNB zal de ontwikkelingen in de kernindicatoren en hoe deze resulteren tot de uiteindelijke besluitvorming op kwartaalbasis blijven toelichten in de externe communicatie over de CCyB.

¹⁰ Het gebruik van *guided discretion*, of begeleide oordeelsvorming, wordt ook expliciet geadviseerd in ESRB-aanbeveling 2014/01.