Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2025

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Inhoudsopgave

Samenvatting

1 Risicobeeld

2 Financiële stabiliteitsrisico's van geopolitieke spanningen en een fragmenterende wereldeconomie

Samenvatting

In een onzekere omgeving, gekenmerkt door geopolitieke spanningen en een fragmenterende wereldeconomie, nemen de risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit toe. De onzekerheid rond handel, internationale samenwerking en overheidsbegrotingen is de afgelopen maanden sterk toegenomen, aangejaagd door de aangekondigde Amerikaanse invoerheffingen. De hoge onzekerheid over deze invoerheffingen tast de wereldwijde groeivooruitzichten aan en raakt de Nederlandse economie. De kans op economische krimp en verhoogde inflatie neemt toe, vooral op de middellange termijn. Daarnaast nopen oplopende geopolitieke spanningen tot hogere defensie-uitgaven in Europa, waardoor schuldhoudbaarheid – vooral in eurolanden met een reeds hoge schuldenlast – onder een vergrootglas komt te liggen.

De geopolitieke en economische risico's vertalen zich in hogere volatiliteit op financiële markten wereldwijd. Beleggers maken zich zorgen over de impact van invoerheffingen op de wereldwijde groei en de winstgevendheid van bedrijven. Deze zorgen worden versterkt door algemene onzekerheid over het Amerikaanse economische beleid. Ook valt op dat beleggers Amerikaanse staatsobligaties en de dollar minder als veilige havens zien, waarbij ze hun heil zoeken in andere valuta en goud. Wel is de Amerikaanse staatsobligatiemarkt vooralsnog goed blijven functioneren, al is de weerbaarheid van deze systeemrelevante markt een punt van aandacht. De hoge volatiliteit op financiële markten heeft in Nederland niet geleid tot liquiditeitsproblemen bij pensioenfondsen en verzekeraars, terwijl beleggingsfondsen vooralsnog naar behoren functioneren. Wel onderstrepen deze ontwikkelingen het belang van weerbare beleggingsfondsen. Dit vraagt onder meer om adequaat liquiditeitsbeheer en een betere beschikbaarheid en kwaliteit van data voor de risicomonitoring van niet-bancaire instellingen.

Nederlandse financiële instellingen beschikken over stevige buffers om de huidige onzekerheid het hoofd te bieden. De economische omstandigheden van de afgelopen jaren, met hogere rentes en gematigde groei, hebben bijgedragen aan een solide financiële positie voor Nederlandse financiële instellingen. Vooruitkijkend kunnen aanhoudende geopolitieke spanningen echter leiden tot grotere economische schokken. Met behulp van een stresstest hebben we daarom de mogelijke impact van een escalerende handelsoorlog op Nederlandse grootbanken in kaart gebracht. In dit stress scenario verslechtert de kapitalisatie van banken, maar blijft de gemiddelde kernkapitaalratio boven de vereiste. Ook verzekeraars en pensioenfondsen zijn gevoelig voor geopolitieke risico's. Daarbij vergroot de toegenomen concentratie in aandelenportefeuilles de kwetsbaarheid voor verdere correcties op aandelenmarkten, met name voor pensioenfondsen. Vooralsnog voldoen zowel pensioenfondsen als verzekeraars echter ruim aan de minimale vereisten. Daarmee onderstreept de huidige onzekerheid het belang van een goed gekapitaliseerde financiële sector, waar buffers belangrijk zijn om de effecten van onverwachte schokken op te kunnen vangen. Ook is het van belang dat financiële instellingen geopolitieke risico's stevig in hun strategisch- en risicomanagement verankeren. Dit kan bijvoorbeeld met scenarioanalyses en stresstesten.

De geopolitieke spanningen hebben ook hun weerslag op de cyberdreiging voor de financiële sector. Financiële instellingen kunnen direct getroffen worden door cyberaanvallen, maar worden momenteel vaker op indirecte wijze geraakt. Dit laatste gebeurt in toenemende mate via aanvallen op voor financiële instellingen kritieke dienstverleners, zoals *cybersecurity* bedrijven en netwerkproviders, of via aanvallen op vitale infrastructuur zoals de energie- en telecomsector. Daarbij heeft de recente stroomuitval in Spanje en Portugal de systeemimpact van een verstoring van de vitale infrastructuur voor het betalingsverkeer laten zien. Bovendien dragen geopolitieke spanningen bij aan zorgen over de digitale

afhankelijkheid van niet-Europese dienstverleners. Deze ontwikkelingen onderstrepen het belang van digitale weerbaarheid voor Nederlandse (en Europese) financiële instellingen, en dat zij de digitale afhankelijkheden in hun processen goed in beeld moeten hebben en beheersen. Tegen die achtergrond stelt de *Digital Operational Resilience Act* (DORA) onder meer scherpere eisen aan de beheersing van ICT- en cyberrisico's in de uitbestedingsketen en introduceert het een toezichtkader voor kritieke ICT-dienstverleners.

Ten slotte verzwakt de geopolitieke dynamiek de effectiviteit van multilaterale gremia. Deze gremia, zoals het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de G20 en de Financial Stability Board (FSB), spelen een belangrijke rol bij het bewaken en bevorderen van de wereldwijde financiële stabiliteit. Geopolitieke spanningen hebben echter geleid tot een verharding van de onderlinge verhoudingen, waardoor het moeilijker wordt om binnen multilaterale gremia tot consensus te komen. Dit ondermijnt de effectiviteit van deze gremia. Stroeve internationale samenwerking kan een snelle beleidsreactie op mondiale schokken, zoals tijdens de financiële crisis of de Covid-19 pandemie, in de weg staan. Ook kan fragmentatie leiden tot minder internationale coördinatie van regelgeving. Wanneer internationale afspraken niet of verschillend worden vertaald naar nationale wetgeving, kan dat in potentie uitmonden in een regelgevende *race to the bottom*. Dit gaat ten koste van de weerbaarheid van het financiële stelsel en vergroot het risico op grensoverschrijdende besmettingseffecten, bijvoorbeeld via niet-bancaire financiële instellingen.

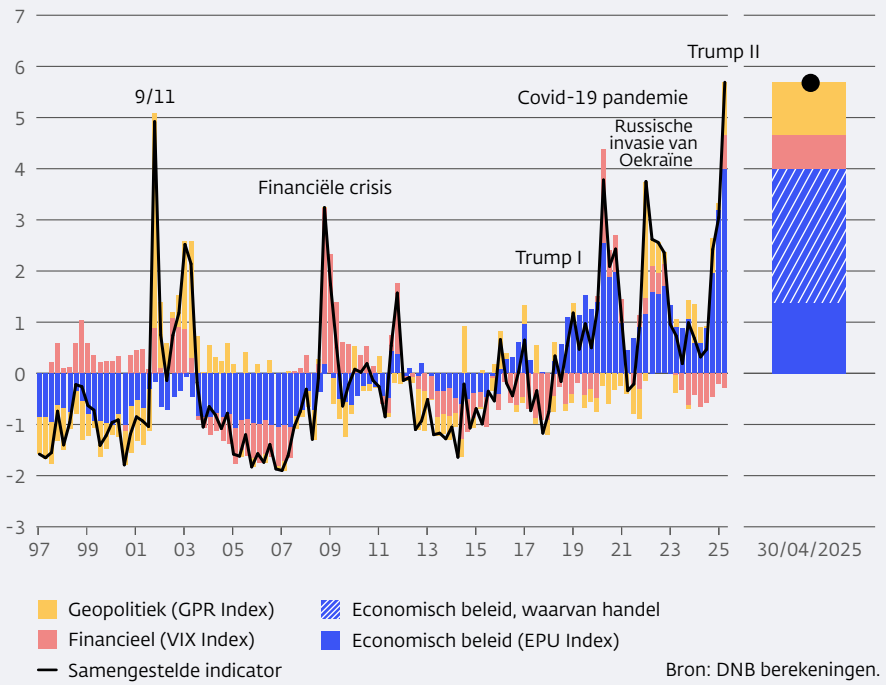
Juist in tijden van grote economische onzekerheid is internationale samenwerking essentieel om mondiale uitdagingen het hoofd te bieden. Nederland, als klein land met een open economie, is gebaat bij goed functionerende internationale samenwerkingsverbanden. Bovendien hebben de meeste risico's voor de financiële stabiliteit een grensoverschrijdend karakter. Het is daarom belangrijk dat we ons actief blijven richten op multilaterale gremia en internationale samenwerking onverminderd blijven steunen. Tegelijkertijd maakt de huidige staat van de wereld de samenwerking binnen Europa nog belangrijker. Het verdiepen van de interne markt en van Europese kapitaalmarkten speelt daarbij een sleutelrol, zodat het financiële systeem en het concurrentievermogen van Europa worden versterkt. Gerichte vereenvoudiging van regelgeving kan daar ook aan bijdragen, zolang de weerbaarheid van de financiële sector behouden blijft. Tot slot is het belangrijk dat Europa haar strategische autonomie vergroot. Dit kan bijvoorbeeld door de ontwikkeling van een Europees betaalinstrument, zoals de digitale euro, die overal in Europa en door iedereen gebruikt kan worden.

1 Risicobeeld

Toenemende handelsspanningen en verdere geo-economische fragmentatie leiden tot economische onzekerheid en hogere risico's voor de financiële stabiliteit. Vooral rondom handel, internationale samenwerking en overheidsbegrotingen is de onzekerheid de afgelopen maanden sterk toegenomen na de aankondiging van nieuwe invoerheffingen door de Verenigde Staten begin april en de reactie van verschillende landen (zie figuur 1). Zo heeft de Amerikaanse regering substantiële invoerheffingen aangekondigd voor veel landen – waaronder een tarief van 20% voor de EU – en voor specifieke sectoren zoals staal en auto's. Vooralsnog zijn de generieke heffingen gelimiteerd op 10% en proberen landen met de Verenigde Staten tot een compromis te komen. Tussen de Verenigde Staten en China is zelfs sprake van hogere heffingen, al hebben beide landen recent een voorlopig akkoord gesloten over een tijdelijke verlaging van de handelsheffingen. Hoewel de tijdelijke verlagingen enig soelaas bieden, blijft de hoge onzekerheid het sentiment drukken. Als gevolg van de hoge mondiale onzekerheid zijn de economische vooruitzichten de afgelopen maanden verslechterd en de neerwaartse risico's voor de financiële stabiliteit toegenomen.

Figuur 1 Mondiale economische onzekerheid stijgt naar historisch niveau

Index



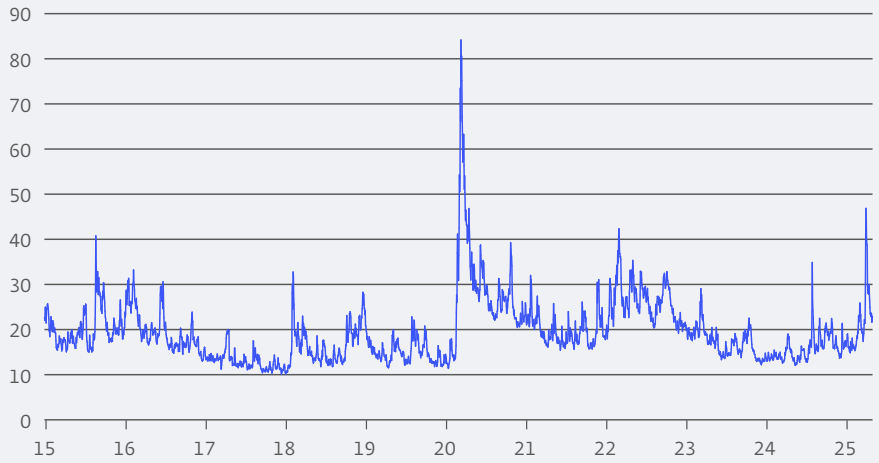
Toelichting: figuur toont de eerste hoofdcomponent van een gestandaardiseerde tijdreeks van de Economic Policy Uncertainty Index (EPU), VIX index en Geopolitical Risk Index (GPR), zie Baker et al. (2016) en Caldara et al. (2019).

Financiële markten in beweging door handelsheffingen en recessiezorgen

De handelsspanningen en algemene onzekerheid hebben tot een hogere volatiliteit op financiële markten geleid. Beleggers maken zich zorgen over de impact van handelsheffingen op de wereldwijde groei en de winstgevendheid van bedrijven. Deze zorgen worden versterkt door de onzekerheid rondom het Amerikaanse economische beleid, wat zich vertaalt in hogere volatiliteit op financiële markten. Zo zijn volatiliteits-indices, die de verwachte beweeglijkheid van aandelen meten, in april gestegen naar het hoogste niveau sinds het begin van de Covid-19 pandemie (zie figuur 2). Bovendien zijn aandelenindices, zoals de S&P 500 en Eurostoxx 50, begin april in korte tijd ongeveer 15% in waarde gedaald, al zijn deze verliezen sindsdien weer goed gemaakt. Daarnaast zijn *spreads* op Europese bedrijfsobligatiemarkten in de eerste week van april met circa 100 basispunten toegenomen voor *high-yield* en 30 basispunten voor *investment-grade* obligaties. Inmiddels zijn ook deze activa weer grotendeels hersteld.

Figuur 2 Verwachte volatiliteit op aandelenmarkten in april op hoogste niveau sinds de Covid-19 pandemie

Index



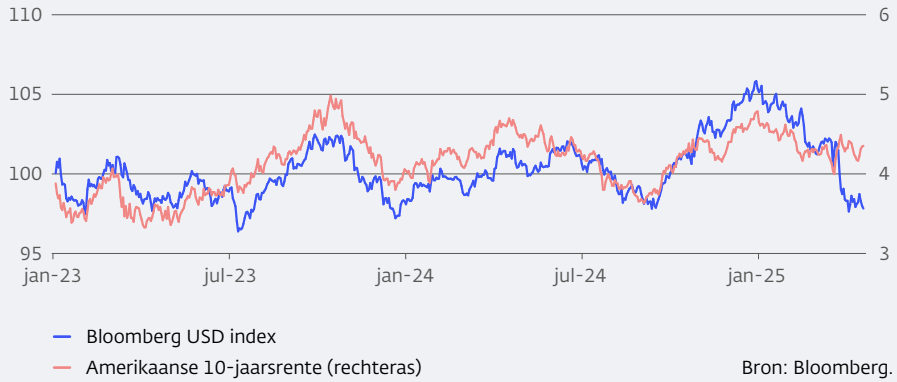
Toelichting: de index is gebaseerd op een gemiddelde van de VIX en VSTOXX. Bron: Refinitiv.

Daarnaast valt op dat beleggers Amerikaanse staatsobligaties en de dollar in april minder als veilige havens hebben beschouwd. In onzekere en volatiele markten zoeken beleggers doorgaans hun heil in veilige havens zoals Amerikaanse staatsobligaties en de dollar. Bij het uitbreken van de handelsoorlog was echter een afwijkend patroon zichtbaar. Zo is de rente op Amerikaanse staatsobligaties behoorlijk gestegen (zie figuur 3), terwijl deze in tijden van marktstress doorgaans daalt. Hierbij heeft de afbouw van posities in Amerikaanse staatsobligaties door hedgefondsen mogelijk ook een rol gespeeld (zie 'Ondanks de forse schokken blijven markten in grote lijnen goed functioneren'). Daarnaast is de dollar ten opzichte van een mandje aan andere wereldvaluta in waarde gedaald (-4% sinds begin april, zie figuur 3). Deze opvallende bewegingen signaleren dat beleggers – mede als gevolg van de Amerikaanse beleidsonzekerheid – hun heil elders lijken te zoeken.

In Europa leiden economische onzekerheid en stijgende (defensie) uitgaven tot flinke schommelingen op rentemarkten. Begin maart steeg de Duitse tienjaarsrente in twee dagen tijd met circa 40 basispunten na de aankondiging van omvangrijke investeringsplannen en het loslaten van de *Schuldenbremse*, terwijl ook de Nederlandse tienjaarsrente met ongeveer 40 basispunten toenam. Sindsdien zijn rentes echter weer gedaald als gevolg van zorgen over de groeivooruitzichten, waarbij vooral de negatieve bijdrage van de Amerikaanse ontwikkelingen aan korte Europese rentes opvalt (zie figuur 4). Als gevolg van de zorgen over de economie verwachten marktpartijen dat de Europese Centrale Bank haar beleidsrente (nu 2,25%) verder zal verlagen. Zo is momenteel voor eind 2025 een beleidsrente voorzien van circa 1,75%, tegenover 1,9% een half jaar geleden. Die verwachting wordt versterkt door de scherpe daling van energieprijzen en de appreciatie van de euro, wat een neerwaarts effect heeft op de inflatie. De 1j-1j inflatieswap, een maatstaf voor de inflatieverwachting over één jaar die begint over één jaar, noteert momenteel met 1,75% onder de inflatiedoelstelling.

Figuur 3 Amerikaanse dollar en *Treasuries* worden door beleggers minder als veilige havens gezien

Index (links), procenten (rechts)

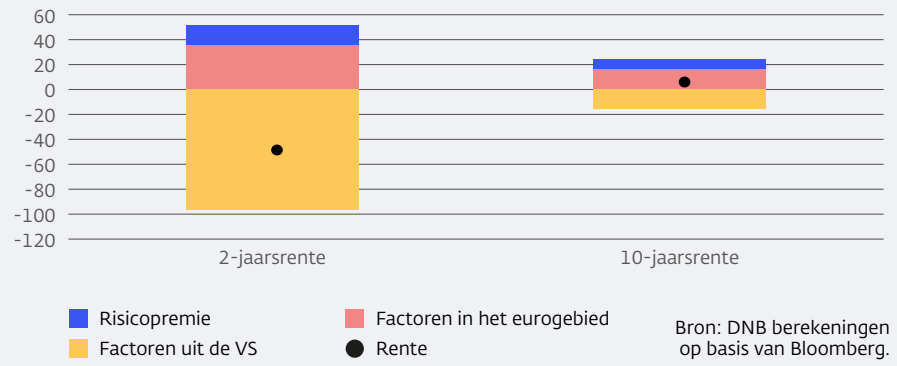


Bron: Bloomberg.

Toelichting: de Bloomberg USD index weerspiegelt de waarde van de Amerikaanse dollar ten opzichte van tien andere valuta, waarbij een daling op een depreciatie van de dollar wijst.

Figuur 4 Europese (korte) rentes dalen vooral door zorgen over de Amerikaanse groeivooruitzichten

Percentages



Bron: DNB berekeningen op basis van Bloomberg.

Toelichting: de grafiek toont de verandering in de risicovrije twee- en tienjaarsrente (*Overnight Index Swap*) sinds eind oktober 2024. Factoren in het eurogebied, de Verenigde Staten en de risicopremie zijn geschat middels een Bayesiaans VAR-model (Brandt, 2021).

Ondanks de forse schokken blijven markten in grote lijnen goed functioneren

Marktvolatiliteit kan een risico vormen voor de financiële stabiliteit, met name wanneer financiële instellingen op grote schaal geconfronteerd worden met hoge liquiditeitsbehoeftes. De onzekerheid op financiële markten kan kwetsbaarheden in het financiële systeem blootleggen, vooral in de niet-bancaire sector. Zo leidt meer volatiliteit op markten tot een grotere liquiditeitsbehoefte voor veel financiële instellingen, bijvoorbeeld als gevolg van oplopende margeverplichtingen en het gebruik van hefboomfinanciering (FSB, 2023 en FSB, 2024). Een snelle stijging van de vraag naar liquiditeit kan schokken in het financiële stelsel versterken, bijvoorbeeld wanneer financiële instellingen gedwongen worden activa te verkopen. In een extreem scenario kan dit een zelfversterkend mechanisme in gang zetten, waarbij dalende prijzen, oplopende margeverplichtingen en gedwongen verkopen elkaar versterken, zoals zichtbaar was aan het begin van de Covid-19 pandemie (ESRB, 2025).

Vooralsnog zijn markten goed in staat gebleken om de liquiditeits-behoefte te accommoderen. Financiële instellingen sluiten derivaten af voor het afdekken van financiële risico's, zoals een daling van de rente of wisselkoers. Ook Nederlandse partijen nemen dergelijke posities in. Zo beschermen Nederlandse pensioenfondsen zich met valutaderivaten tegen wisselkoersschommelingen die de waarde van buitenlandse beleggingen kunnen beïnvloeden. De beweeglijkheid op rente- en valutamarkten leidt tot margeverplichtingen op derivatenposities, waardoor beleggers liquide middelen moeten vrijmaken om aan deze verplichtingen te voldoen. Zo stegen de margeverplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars begin maart als gevolg van de rentestijgingen (zie 'Box 1 Pensioenfondsen en verzekeraars goed bestand tegen forse rentestijgingen, maar wel afhankelijk van de repomarkt').

Box 1 Pensioenfondsen en verzekeraars goed bestand tegen forse rentestijgingen, maar wel afhankelijk van de repomarkt

Europese repomarkten zijn een belangrijke bron van liquiditeit voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. Deze institutionele investeerders dekken hun renterisico gedeeltelijk af met derivaten. Bij rentestijgingen dalen derivatenposities in waarde waardoor ze in korte tijd liquiditeit moeten leveren aan tegenpartijen om aan marge-verplichtingen te voldoen. Uit onderzoeken blijkt dat repomarkten een belangrijke bron van liquiditeit zijn voor pensioenfondsen en levens-verzekeraars (DNB, 2024 en DNB, 2025). De Europese repomarkten met staatsobligaties als onderpand zijn diep en doorgaans ruimschoots in staat om aan de liquiditeitsbehoefte van financiële instellingen te voldoen. Zo kennen deze markten een gemiddelde dagelijkse omzet van ongeveer 900 miljard euro, waarvan 28% bestaat uit bilaterale repotransacties (zie figuur 5), en een gemiddeld uitstaand volume van meer dan 2.000 miljard euro. Afgezet tegen de totale marktomvang is de activiteit van Europese pensioenfondsen en verzekeraars op repomarkten relatief beperkt, met een dagelijkse omzet van circa 21 miljard euro en een uitstaand volume van 40 miljard euro.

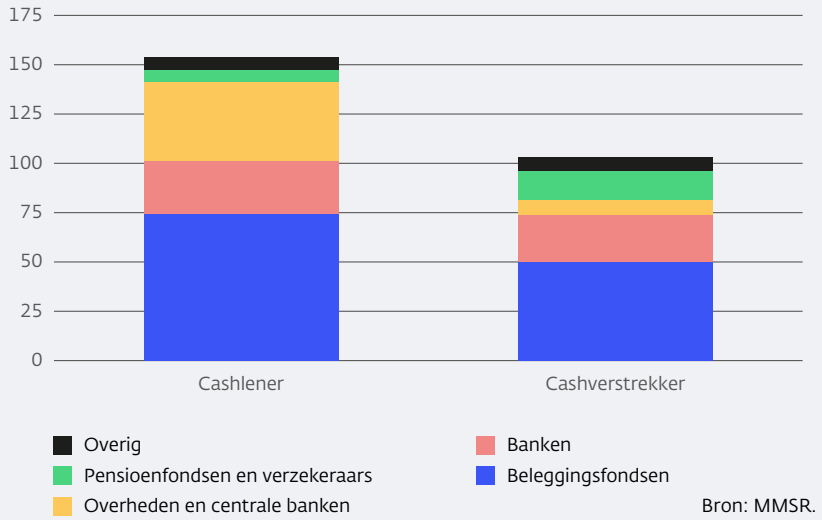
Europese repomarkten zijn dit jaar vooralsnog goed in staat om de grotere liquiditeitsbehoefte van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars op te vangen. Zo moesten deze instellingen in de eerste week van maart – als gevolg van de rentestijgingen na de aankondiging van omvangrijke Europese investeringsplannen en het loslaten van de *Schuldenbremse* in Duitsland – voor 23 miljard euro aan netto margeverplichtingen voldoen.[1] Hiertoe hebben pensioenfondsen en verzekeraars voor ruim 2 miljard euro extra liquiditeit opgehaald via bilaterale repotransacties, waardoor het uitstaande repovolume steeg tot

1 De bruto margeverplichtingen als gevolg van de rentestijgingen waren hoger, namelijk ongeveer 37 miljard euro, maar werden deels gecompenseerd door marges die met name pensioenfondsen ontvingen op hun EUR-USD valutaderivaten door de appreciatie van de euro.

ongeveer 4 miljard euro.[2] Ondanks de liquiditeitsschok bleven reporentes stabiel, wat laat zien dat de repomarkt de capaciteit en flexibiliteit heeft om een dergelijk verhoogde liquiditeitsvraag op te vangen. Wel kan het beschikbare volume op Europese repomarkten in tijden van stress onzeker worden voor pensioenfondsen en verzekeraars, bijvoorbeeld omdat ze afhankelijk zijn van een beperkt aantal banken als tegenpartij. Zo zijn de vier grootste Europese banken verantwoordelijk voor circa 80% van hun uitstaande repovolumes. Het is zodoende belangrijk dat deze instellingen voldoende diversificatie aanbrengen in hun bronnen van liquiditeit.

Figuur 5 Europese repomarkten zijn diep, met een relatief beperkte activiteit van Europese pensioenfondsen en verzekeraars

Miljarden euro, omzet bilaterale repotransacties met staatsobligaties als onderpand



Bron: MMSR.

Toelichting: de figuur toont het gemiddeld dagelijks volume van bilaterale repotransacties met staatsobligaties als onderpand in het eerste kwartaal van 2025 op basis van MMSR rapportages van banken. Om duplicatie te voorkomen, worden transacties tussen MMSR rapportage entiteiten alleen als cashlener meegenomen.

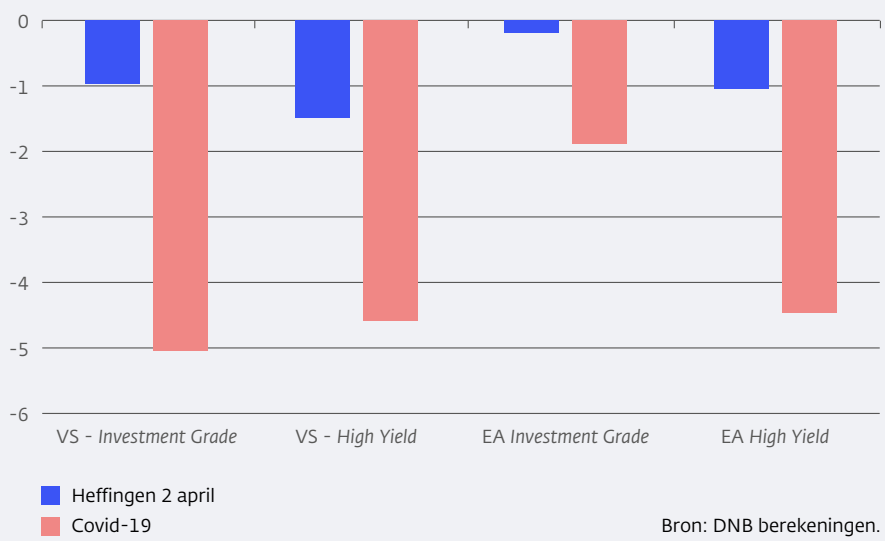
De toegenomen marktvolatiliteit sinds begin april heeft daarentegen vooralsnog gunstig uitgepakt voor hun liquiditeitsbehoefte. De afgelopen weken is sprake van een lagere dollarkoers en een daling van de rente, waardoor de derivaten van pensioenfondsen en verzekeraars in waarde zijn gestegen – en zij per saldo liquiditeit ontvangen. Naast de liquiditeitsbehoefte hebben grote bewegingen op financiële markten ook impact op de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars (zie 'Pensioenfondsen en verzekeraars beschikken over solide buffers, maar zijn gevoelig voor volatiliteit op financiële markten').

Ook beleggingsfondsen functioneren vooralsnog naar behoren, maar waakzaamheid blijft gepast. In het geval van een grote liquiditeitsbehoefte of door verwachte waardedalingen kunnen beleggers besluiten op grote schaal hun geld uit beleggingsfondsen te onttrekken. Het adresseren van deze kwetsbaarheid heeft na de Covid-19 pandemie prioriteit gekregen in internationale beleidsdiscussies (FSB, 2023). Vooralsnog zijn geen signalen van grote uitstromen bij beleggingsfondsen. Wel is enige verkoopdruk zichtbaar geweest in de markt voor *exchange-traded funds* (ETFs). Dit zijn liquide fondsen die continu verhandelbaar zijn op financiële markten, waardoor de prijs van een ETF vergeleken kan worden met de onderliggende stukken die het fonds in bezit heeft. Begin april is bij enkele fondsen tijdelijk een verschil zichtbaar geweest tussen de waarde van de ETF en de onderliggende stukken. Dit speelde vooral bij ETFs die beleggen in risicovolle obligaties (zie figuur 6). Een dergelijk prijsverschil kan duiden op een verkoopdruk van de onderliggende stukken, al is geen sprake geweest van zorgwekkende niveaus. Zo lagen deze prijsverschillen tijdens de Covid-19 pandemie significant hoger (zie figuur 6). Daarmee lijken de financiële stabiliteitsrisico's vanuit beleggingsfondsen op dit moment beperkt, al kan aanhoudende marktonrust hun positie verder onder druk zetten. Wel onderstrepen de abrupte bewegingen op financiële markten het belang van weerbare fondsen. Dit vraagt onder meer om adequaat liquiditeitsbeheer en verbetering van de beschikbaarheid en kwaliteit van data voor de risicomonitoring van niet-bancaire instellingen, waar in FSB-verband verder aan gewerkt wordt (FSB, 2023).

2 Naast bilaterale repotransacties kunnen pensioenfondsen ook centraal geclearde en tri-party repotransacties afsluiten. Ook kunnen ze hun liquiditeitspositie vergroten door reverse repotransacties, waarin ze kasmiddelen uitlenen, niet door te rollen.

Figuur 6 Bedrijfsobligatie ETFs handelden in april met een 'discount' ten opzichte van de onderliggende bezittingen

Percentages

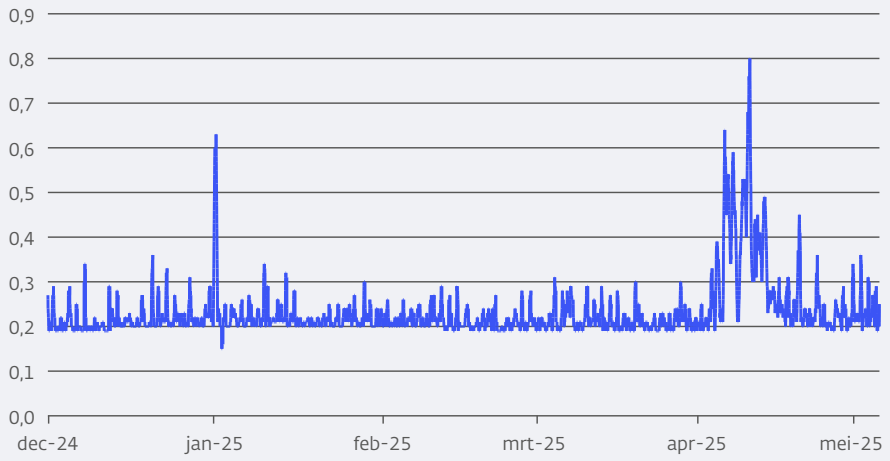


Bron: DNB berekeningen.

Niettemin zijn – mede als gevolg van het gebruik van forse hefboomfinanciering – de zorgen over de weerbaarheid van de Amerikaanse staatsobligatiemarkt toegenomen. De Amerikaanse markt voor staatsobligaties speelt een centrale rol in het mondiale financiële stelsel, bijvoorbeeld als onderpand voor financiële transacties en als referentie voor andere deelmarkten. Verstoringen in deze markt kunnen zodoende bredere systeemrisico's met zich meebrengen. Zo is de afname van de liquiditeit op de Amerikaanse staatsobligatiemarkt begin april gepaard gegaan met prijsverschillen tussen vergelijkbare deelmarkten, bijvoorbeeld tussen reguliere- en termijncontracten op staatsobligaties. Deze signalen duiden op een afbouw van posities in Amerikaanse staatsobligaties, vermoedelijk deels veroorzaakt door marktpartijen die handelen met een hoge hefboomfinanciering zoals hedgefondsen. Hoewel deze partijen in normale tijden zorgen voor hoge volumes en marktliquiditeit, versterken ze in onrustige periodes de volatiliteit en kunnen ze daarmee het marktfunctioneren belemmeren (BIS, 2024 en FSB, 2025). Na de aankondiging van het tijdelijk uitstel van een deel van de handelsheffingen, is de Treasury-markt weer enigszins tot rust gekomen, waarbij ook marktliquiditeit is verbeterd (zie figuur 7; FT, 2025). Tegelijk laten de recente ontwikkelingen zien dat het functioneren van deze markten kwetsbaar is bij abrupte bewegingen.

Figuur 7 Liquiditeit in de markt voor Amerikaanse staatsobligatiemarkt nam kortstondig sterk af, zoals geïllustreerd door stijgende *bid-ask spreads*

Basispunten

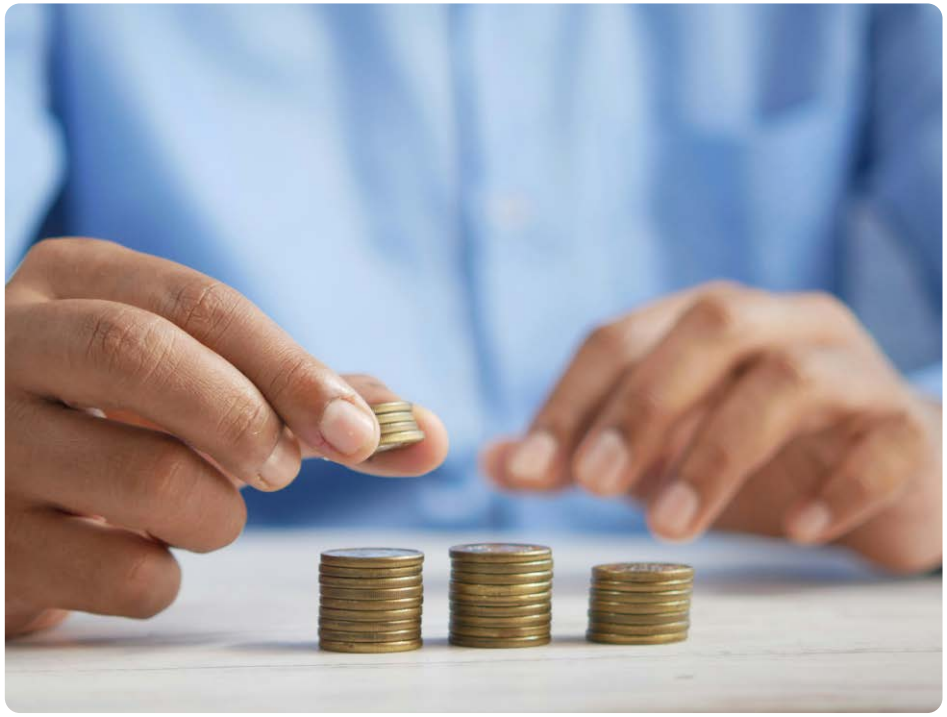


Toelichting: de grafiek toont de gemiddelde *bid-ask spread* van Amerikaanse 10-jaars obligaties over een rollend 4-uurs tijdsbestek.

Bron: DNB berekeningen o.b.v. Bloomberg.

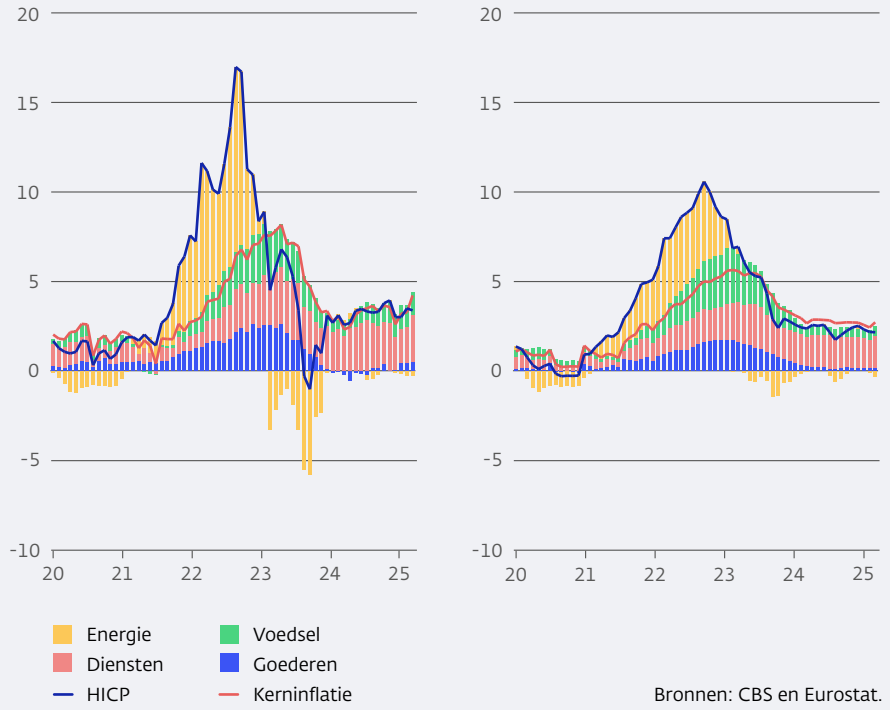
Nederlandse economie koelt af in een onzekere omgeving

De Nederlandse economie koelt af, terwijl inflatie relatief hoog blijft. De Nederlandse economie is in het eerste kwartaal met 0,1% gegroeid op kwartaalbasis. Daarmee valt de economische groei de afgelopen vier kwartalen steeds lager uit. De beperkte groei wordt vooral gedreven door hogere overheidsbestedingen, terwijl handel en bedrijfsinvesteringen juist negatief bijdragen. Na een periode met een relatief goed presterende economie is de groei in Nederland nu lager dan in het eurogebied (0,4%) en in de grotere eurolanden. Bovendien kent Nederland een relatief hoge inflatie (4,1% in april 2025) vergeleken met het Europese niveau van 2,2% (zie figuur 8). Deze hogere inflatie komt voornamelijk door relatief hoge diensteninflatie mede als gevolg van loongroei en huurverhogingen.



Figuur 8 Inflatie in eurogebied nadert doelstelling van 2%, maar blijft in Nederland langer verhoogd

Procenten; Nederland (links), eurozone (rechts)



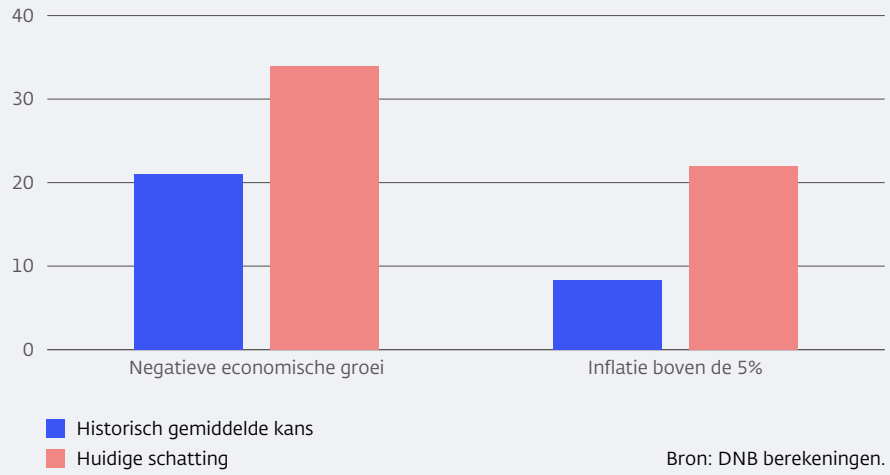
Bronnen: CBS en Eurostat.

De geopolitieke en economische onzekerheid heeft negatieve gevolgen voor de economische vooruitzichten in Nederland. De Nederlandse economie is – mede gezien haar open karakter – gevoelig voor verdere fragmentatie van de wereldeconomie. Zo blijkt uit scenarioanalyse dat de initiële handelsheffingen die op 2 april door de Verenigde Staten zijn aangekondigd de groei van de Nederlandse economie in 2026 met ongeveer een procentpunt kunnen verlagen ten opzichte van het basispad waar eind vorig jaar vanuit werd gegaan (DNB, 2025). De onzekerheid rondom deze scenarioanalyse is echter groot als gevolg van de geopolitieke en economische risico's.

Bovendien vergroten deze risico's de kans op economische krimp. Een recente DNB-analyse laat zien dat oplopende onzekerheid – bijvoorbeeld over handelsheffingen – samenhangt met een grotere kans op negatieve groei en hogere inflatie (zie figuur 9; DNB, 2025). Tegen deze achtergrond publiceert DNB op 6 juni haar halfjaarlijkse ramingen voor de Nederlandse economie.

Figuur 9 Hogere onzekerheid gaat gepaard met een grotere kans op negatieve groei en meer inflatie in Nederland

Procentpunten



Bron: DNB berekeningen.

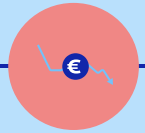
Toelichting: "Negatieve economische groei" ("inflatie boven de 5%") geeft de historische kans op negatieve economische groei (inflatie boven de 5%) weer op kwartaalbasis. De berekening is gebaseerd op gegevens van het eerste kwartaal van 1998 tot en met het vierde kwartaal van 2024. De huidige schatting is gebaseerd op een *Growth-at-Risk* model waarin de huidige economische onzekerheid is verwerkt (Adrian et al. 2022).

In een onzekere omgeving nemen risico's voor financiële stabiliteit toe

Geopolitieke spanningen en een verder fragmenterende wereld-economie vormen momenteel de grootste risicofactoren voor de Nederlandse financiële stabiliteit. De risicotabel op pagina 13 toont de belangrijkste, actuele risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit. Geo-economische fragmentatie raakt de financiële stabiliteit via meerdere kanalen, waaronder oplopende economische onzekerheid en de ondermijning van de internationale samenwerking (zie hoofdstuk 2). Dit leidt tot een sterk verhoogde status (rood) van geo-economische fragmentatie in de risicotabel. Bovendien versterken geopolitieke spanningen andere risico's voor de financiële stabiliteit, bijvoorbeeld cyberrisico en volatiliteit op financiële markten (DNB, 2024). In hoofdstuk 2 van dit OFS gaan we verder in op de kanalen waarlangs geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie van invloed zijn op de financiële stabiliteit, inclusief de impact op de financiële positie van Nederlandse instellingen en de toenemende cyber- en digitale dreigingen. Ook onderzoeken we de rol van multilaterale gremia in het bewaken van de internationale financiële stabiliteit.

De belangrijkste overige risico's uit de tabel komen in het restant van dit hoofdstuk kort aan de orde. Na een toelichting op de positie van financiële instellingen, richten we ons op de schuldhoudbaarheid van overheden, klimaat- en natuurrisico's, en ontwikkelingen op Nederlandse vastgoedmarkten.

Risicotabel Nederlandse financiële stabiliteit

Belangrijkste risico's	Status	Voorbeeld kanaal
Geo-economische fragmentatie		Hogere economische onzekerheid door verder escalerende handels-oorlog
Cyberdreiging		Verstoring van betalingsverkeer door hybride oorlogsvoering
Volatiliteit op financiële markten		Gedwongen verkopen door hoge behoefte liquiditeit beleggingsfondsen
Kredietverliezen		Toename bedrijfsfaillissementen door economische groeivertraging
Herfinanciering en rente		Afname schuldhoudbaarheid overheden door hogere uitgaven
Klimaat en natuur		Grote schade en/of krediet-verliezen door overstromingen
Prijscorrectie vastgoed		Minder behoefte aan kantoorruimte; 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.

Financiële instellingen hebben goede uitgangspositie, maar worden getroffen door de hoge economische onzekerheid en volatiliteit op financiële markten

Nederlandse banken beschikken over stevige buffers om de huidige onzekerheid het hoofd te kunnen bieden. De winstgevendheid van banken is de laatste jaren – mede dankzij hogere rentes en een goed presterende Nederlandse economie – toegenomen. De gemiddelde *return on equity* lag in 2023 en 2024 op circa 10%. Dit heeft bijgedragen aan de weerbaarheid van banken. Zo bevindt de gemiddelde kernkapitaalratio van Nederlandse banken zich eind 2024 op een robuust niveau van circa 17%. Daarnaast is het aandeel niet-presterende leningen per ultimo 2024 nog altijd laag (1,6%) en onder het gemiddelde van de afgelopen vijf jaar (1,8%). Tot slot beschikken banken over ruime liquiditeitsposities met een gemiddelde *liquidity coverage ratio* (LCR) van bijna 170% eind 2024. Vooruitkijkend kunnen de toenemende handelsspanningen en verwachte groeivertraging de financiële positie van banken raken. Met behulp van een stresstest brengen we de gevolgen van een escalerende handelsoorlog voor Nederlandse grootbanken in kaart (zie 'Een verregaande handelsoorlog stelt de weerbaarheid van Nederlandse financiële instellingen op de proef').

Ook pensioenfondsen en verzekeraars hebben een goede uitgangspositie en de afgelopen jaren geprofiteerd van de hogere rente en goed presterende economie. Zo bedraagt de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen 116% en de gemiddelde Solvency II ratio van Nederlandse levens- en schadeverzekeraars respectievelijk 187% en 173% eind 2024. Hiermee liggen de solvabiliteitsratio's ruim boven de minimale vereisten (zie 'Pensioenfondsen en verzekeraars beschikken over solide buffers, maar zijn gevoelig voor volatiliteit op financiële markten'). Pensioenfondsen zetten bovendien in op solide buffers vanwege de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Wanneer de buffers van pensioenfondsen slinken door marktcorrecties, neemt de ruimte af voor de doelstellingen die door het pensioenfonds en sociale partners zijn afgesproken voor de transitie. Het is daarom belangrijk dat pensioenfondsen in hun besluitvorming onder andere rekening houden met verschillende dekkingsgraden om een robuust besluit over een evenwichtige transitie te borgen. Inmiddels zijn de eerste vier pensioenfondsen het afgelopen half jaar ingevaren in het nieuwe pensioenstelsel. Naar verwachting volgen later in 2025 nog enkele fondsen, waarna circa 50 fondsen in 2026 beogen in te varen in het nieuwe stelsel. Samen met de pensioensector trekt DNB lessen uit de eerste ervaringen om het beoordelingsproces verder te verbeteren.

Door grote investeringsbehoeften zoals defensie-uitgaven nemen risico's voor schuldhoudbaarheid van overheden verder toe

Zwakkere economische vooruitzichten en de noodzaak voor hogere defensie-uitgaven vergroten risico's voor de Europese schuldhoudbaarheid. Met een gemiddelde van 88% van het bbp zijn overheidsschulden in het eurogebied historisch gezien hoog. Tegelijkertijd zijn de vooruitzichten verslechterd als gevolg van lagere economische groei en hogere investeringsbehoeften, vooral op het gebied van defensie. Een verhoging van de defensie-uitgaven van 2% naar 3% van het bbp in het eurogebied betekent een investering van circa 200 miljard euro per jaar (en voor Nederland 11 miljard euro). Omdat de begrotingsruimte in veel EU-landen beperkt is, vormt de financiering van deze extra uitgaven een uitdaging. Daarbij zijn vooral landen kwetsbaar die een hoge staatsschuld hebben en tegelijk hun defensie-uitgaven flink moeten verhogen. Naast de mogelijkheid tot tijdelijke versoepeling van de Europese begrotingsregels bevat het *ReARM Europe Plan* van de Europese Commissie dan ook de mogelijkheid tot goedkopere EU-leningen aan lidstaten voor dergelijke uitgaven. Niettemin zijn deze hogere defensie-uitgaven structureel en dienen ze op termijn te passen in de begrotingen zodat deze niet leiden tot een verdere oploop van de publieke schulden in de EU. In dat opzicht zijn ook private investeringen in defensie belangrijk, zeker in landen met hoge schulden.

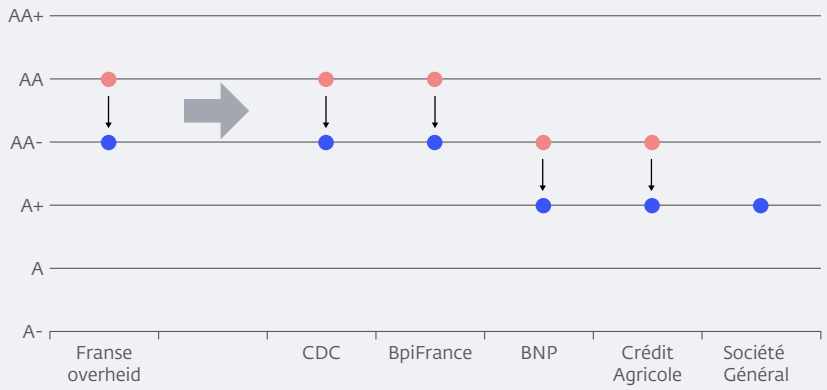
Hogere uitgaven kunnen de schuldhoudbaarheid in het eurogebied onder druk zetten, met mogelijke gevolgen voor de financiële stabiliteit in Europa en Nederland. De Nederlandse schuldquote bedroeg eind 2024 naar verwachting 42,2% van het bbp, wat het laagste niveau is sinds 2007. Het overheidstekort wordt geraamd op 2,6% bbp in 2025 en 3,0% in 2026 (CPB, 2025). Het begrotingsbeleid vaart hiermee scherp aan de wind, waardoor er beperkte begrotingsruimte is om de economie te beschermen tegen toekomstige economische schokken, bijvoorbeeld als gevolg van een verregaande handelsoorlog (OFS najaar, 2024). Door het relatief lage niveau vormt de Nederlandse overheidsschuld op dit moment echter een gering risico voor de Nederlandse financiële stabiliteit. Wel wordt verwacht dat de schuld de komende jaren gaat oplopen richting 60% van het bbp, onder meer als gevolg van stijgende kosten door vergrijzing. Nederlandse financiële instellingen zijn op korte termijn echter meer kwetsbaar voor waardedalingen van staatsobligaties van landen met hoge schulden. Zo bestaat circa 5% van de beleggingen van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen uit Europees overheidspapier van landen met een schuld van meer dan 90% van het bbp (OFS najaar, 2024). Daarnaast kunnen waardeverliezen op staatsobligaties aanleiding geven tot bredere prijscorrecties en kan sprake zijn van negatieve economische effecten in Nederland als gevolg van schuldproblematiek elders. Vooralsnog lijken beleggers zich overigens weinig zorgen te maken over de schuldhoudbaarheid van landen met hoge staatsschulden. Zo zijn renteverschillen tussen Europese landen na de aangekondigde investeringsplannen grotendeels stabiel zijn gebleven. Naast het risico op hogere rentes kan twijfel over de schuldhoudbaarheid de negatieve wisselwerking tussen overheden en financiële instellingen in hoge schuldenlanden weer doen opleven. Dit effect kan worden versterkt door de zogenoemde *sovereign ceiling*, waarbij de kredietstatus van een financiële instelling – bijvoorbeeld een bank – gebonden is aan de kredietwaardigheid van het land van herkomst (zie 'Box 2 Kredietstatus van banken wordt begrensd door een zogenaamde sovereign ceiling').

Box 2 Kredietstatus van banken wordt begrensd door een zogenaamde *sovereign ceiling*

Hoewel een strikte toepassing van de zogeheten sovereign *ceiling* door kredietbeoordelaars is losgelaten, zijn *ceiling*-effecten nog steeds zichtbaar. Tot eind jaren negentig pasten kredietbeoordelaars een zogeheten sovereign *ceiling* toe. Dit betekent dat de kredietstatus van banken en andere bedrijven nooit hoger kan zijn dan die van het land van herkomst. Voor de meest kredietwaardige banken was de regel een bindende beperking, omdat hun kredietstatus automatisch werd verlaagd bij een daling van het kredietoordeel van de desbetreffende overheid. Hoewel een strikte toepassing van deze regel de laatste jaren is losgelaten, zijn dergelijke *ceiling*-effecten nog steeds zichtbaar. Zo werd afgelopen december het kredietoordeel van Frankrijk verlaagd van AA naar AA-, wat onmiddellijk werd gevolgd door een verlaging van de kredietstatus van een aantal Franse banken (zie figuur 10).

Banken met de hoogste kredietstatus worden doorgaans het meest geraakt door een lagere kredietstatus van de overheid. Uit analyse blijkt dat wanneer de kredietstatus van de overheid wordt verlaagd, de kredietstatus van banken met dezelfde rating doorgaans ook met één stap (notch) wordt verlaagd. Dit effect is niet aanwezig bij banken met een lagere rating, wat duidt op de aanwezigheid van een *ceiling*-effect.

Figuur 10 Lagere kredietoordeel Frankrijk heeft tot verlaging van kredietstatus voor enkele Franse banken geleid in december 2024



Toelichting: de grafiek toont de verlaging van de kredietstatus van de Franse overheid van AA naar AA- en de daaropvolgende verlaging voor enkele Franse banken.

Bron: Moody's.

Meer Europese financiële integratie kan de gevoeligheid van banken voor dergelijke *ceiling*-effecten verminderen. Een verlaging van de kredietstatus leidt doorgaans tot hogere financieringskosten voor een bank en kan de kredietverlening onder druk zetten (Adelino & Ferreira, 2016). Wellicht zijn de *ceiling*-effecten de afgelopen jaren afgenomen als gevolg van de aangescherpte prudentiële eisen voor banken, waardoor kredietbeoordelaars banken meer onafhankelijk van hun overheid beschouwen dan voorheen. Daarnaast kunnen *ceiling*-effecten verder worden verkleind door meer financiële integratie in Europa. Dit vergemakkelijkt immers de mogelijkheden voor Europese banken om hun activiteiten geografisch te diversifiëren en zodoende minder eenzijdig gericht te zijn op hun thuisland.

Uitstel van maatregelen kan klimaatrisico's vergroten

Het uitstellen, afzwakken of uitblijven van klimaatmaatregelen vergroot klimaatrisico's in de toekomst. De Verenigde Staten hebben zich onlangs teruggetrokken uit het klimaatakkoord van Parijs, terwijl de *Net Zero Banking Alliance* (NZBA), een wereldwijd initiatief van banken, haar klimaatambities heeft afgezwakt door te streven naar een maximale opwarmingsdoelstelling van onder de 2°C (in plaats van 1,5°C). Dergelijke terugtrekkende bewegingen vergroten transitie en fysieke klimaatrisico's in de toekomst. Tegelijkertijd neemt de klimaatschade de laatste jaren toe, wat direct gevolgen heeft voor financiële instellingen. Zo hebben natuurrampen, zoals de hevige bosbranden in Californië en de overstromingen in Centraal-Europa en Spanje van vorig jaar, al voor grote (financiële) schade gezorgd. De totale schade en economische verliezen van de bosbranden in Californië worden geschat op 250 tot 275 miljard dollar, terwijl de Spaanse financiële sector voor 20 miljard euro aan leningen had uitstaan in het getroffen gebied (BdE, 2024). DNB blijft daarom inzetten op adequate beheersing van klimaatrisico's in haar toezicht. Zo heeft DNB recent voor financiële instellingen nieuwe *good practices* uitgewerkt voor de beheersing van klimaat- en milieurisico's (DNB, 2025).

Wanneer schade niet goed verzekerbaar is, kunnen klimaatgerelateerde rampen de financiële stabiliteit raken, bijvoorbeeld via een toename in kredietrisico's. In de Europese Unie is ongeveer 75% van de klimaatschade momenteel niet verzekerbaar. Dit percentage zal naar verwachting verder toenemen als gevolg van klimaatverandering (ECB & EIOPA, 2024). In Nederland is verzekeren tegen het doorbreken van zogeheten primaire waterkeringen, zoals de dijken van de grote rivieren en zeeweringen, doorgaans niet mogelijk. De directe schade komt in dat geval voor rekening van huishoudens en bedrijven, die daar waarschijnlijk niet of nauwelijks op voorbereid zijn en zodoende wellicht een beroep op de overheid doen.[3] In een dergelijk uiterst scenario kunnen risicopremies op de staatsschuld

3 Op grond van de Wet tegemoetkoming schade bij rampen (Wts) kan de overheid gedupeerden onder bepaalde voorwaarden tegemoet komen, maar dit betreft geen volledige schadevergoeding (Rijksoverheid).

toenemen of banken de kredietverlening terugschroeven om verliezen te beperken (FSB, 2025). Vanwege de potentiële impact op de financiële stabiliteit monitort DNB deze risico's, onder meer via scenarioanalyse. Een recente studie, die de gebouwschade door grote overstromingen in Nederland analyseert, laat bijvoorbeeld zien dat de toename van kredietrisico's in een dergelijke situatie vooralsnog beperkt is. Wel kunnen de kredietrisico's in de toekomst toenemen als gevolg van klimaatverandering en kunnen banken ook op indirecte wijze geraakt worden, bijvoorbeeld wanneer overstromingen leiden tot een recessie (Caloia et al., 2023).

Naast monitoring richt DNB zich op klimaatadaptatie, handelingsperspectief en bewustwording. Zo onderzoekt de Werkgroep Klimaatadaptatie van het Platform voor Duurzame Financiering, waarin vertegenwoordigers uit de financiële sector en de overheid samenwerken, hoe fysieke risico's en adaptatiemaatregelen de economie en financiële sector beïnvloeden (Platform voor duurzame financiering, 2023). De overheid speelt hierbij een cruciale rol door randvoorwaarden te creëren voor de ontwikkeling van private verzekeringsmarkten, bijvoorbeeld door duidelijkheid te bieden over haar rol in schadecompensatie (DNB, 2022). Betere verzekerbaarheid biedt huishoudens en bedrijven een handelingsperspectief in het licht van groeiende klimaatrisico's. Tegelijk blijft bewustwording bij huishoudens en bedrijven essentieel, aangezien de risico's van extreem weer nog niet altijd zijn verwerkt in de aankoopprijzen van woningen (AFM, 2023).

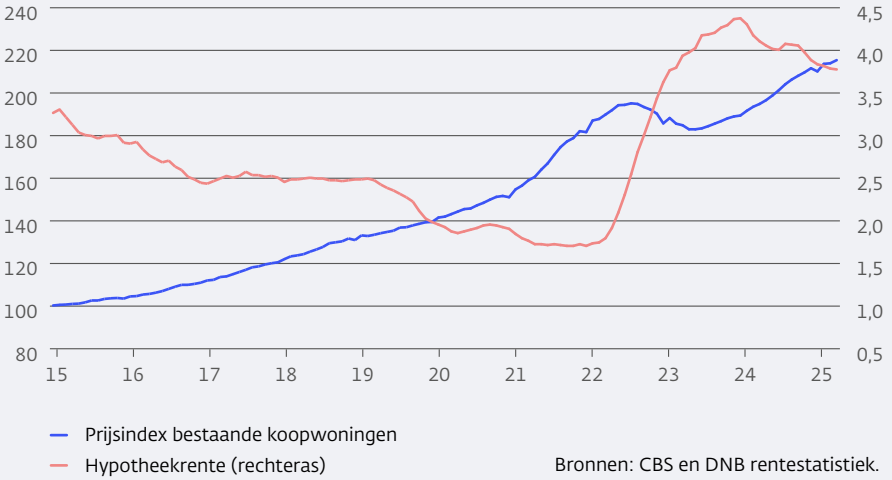
Vastgoedmarkt kwetsbaar voor hoge economische onzekerheid

Nederlandse huizenprijzen zijn in 2024 verder gestegen, met aanhoudende signalen van mogelijke overwaardering. Zo lagen prijzen van bestaande koopwoningen in maart 2025 gemiddeld 10,6% hoger dan een jaar eerder en staat de Nederlandse huizenprijsindex op recordhoogte (zie figuur 11). De stijging wordt onder meer gedreven door inkomensgroei, een licht gedaalde hypotheekrente (zie figuur 11) en aanhoudende krapte op de woningmarkt. Hoewel deze factoren het prijsniveau ondersteunen, blijft het risico op een prijscorrectie aanwezig. Een ESRB-model, gebaseerd op verschillende vraag- en aanbodfactoren, suggereert dat Nederlandse huizen in het derde kwartaal van 2024 overgewaardeerd blijven (ESRB, 2024).

Tegelijkertijd kan de Nederlandse woningmarkt afkoelen als gevolg van de toegenomen economische en financiële onzekerheid. Door de recente marktvolatiliteit is de 10-jaars euro swaprente in het eerste kwartaal van 2025 met ongeveer 30 basispunten gestegen. Aanhoudend hogere swaprentes kunnen zich vertalen in stijgende hypotheekrentes. Hogere hypotheekrentes kunnen - in combinatie met een verslechterend economisch sentiment - vervolgens leiden tot een terugvallende vraag naar woningen en bijdragen aan een demping of daling van huizenprijsgroei. In het licht van deze onzekerheid blijft de weerbaarheid van banken tegen het systeemrisico van een huizenprijsdaling van belang. Om dit systeemrisico te verkleinen, heeft DNB de Art. 458 maatregel – die een vloer legt in het gemiddelde risicogewicht voor de Nederlandse hypotheekportefeuille – eind vorig jaar verlengd tot eind november 2026 (OFS najaar, 2024).

Figuur 11 Nederlandse huizenprijzen zijn afgelopen jaar verder gestegen, mede als gevolg van licht gedaalde hypotheekrente

Index, primo 2015=100 (links), procenten (rechts)



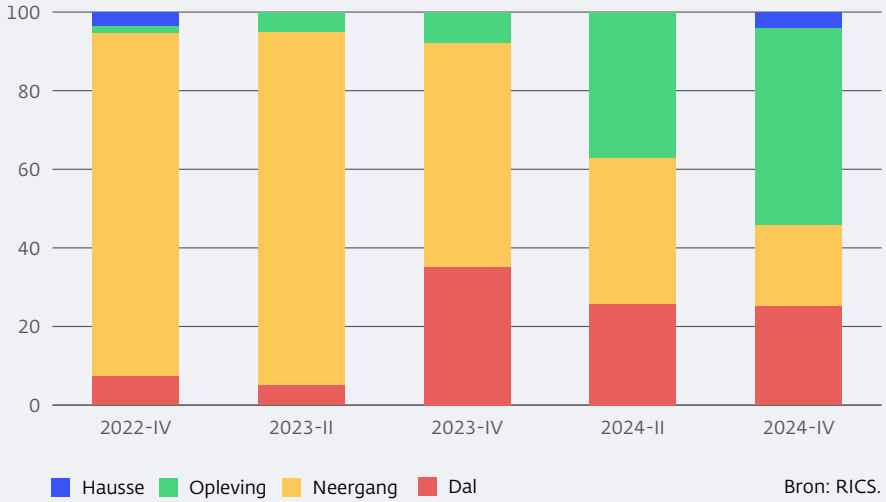
Bronnen: CBS en DNB rentestatistiek.

Toelichting: de hypotheekrente betreft de gemiddelde bancaire rente op zuiver nieuw afgesloten woninghypotheken door huishoudens.

De Nederlandse markt voor commercieel vastgoed vertoont tekenen van herstel, maar blijft kwetsbaar voor de economische conjunctuur. Mede dankzij lagere financierings- en bouwkosten zijn investeringen en prijzen op de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed het afgelopen jaar hersteld. Zo liggen investeringen bijna 40% hoger dan in 2023 (StiVAD en CBRE). Ook de activakwaliteit van leningen gedekt door commercieel vastgoed is licht verbeterd. Zo is het aandeel niet-presterende leningen in 2024 gestabiliseerd op ongeveer 4% en is het aandeel leningen met een verhoogd risico op wanbetaling met 7 procentpunt gedaald naar ongeveer 10%. Bovendien verwachten beleggers dat het herstel op de commerciële vastgoedmarkt in 2025 zal aanhouden. Zo blijkt uit een enquête van eind 2024 dat meer Nederlandse vastgoedbeleggers een opleving in de commercieel vastgoedmarkt verwachten (zie figuur 12). Wel is de sector conjunctuurgevoelig en zodoende kwetsbaar voor de recente geopolitieke en economische onzekerheid. Vooral krappere financieringsvoorwaarden of een hernieuwde toename van bouwkosten kunnen het verwachte herstel onder druk zetten.

Figuur 12 Meer beleggers verwachten een opleving in de commercieel vastgoedmarkt

Percentages, verwachting beleggers 12 maanden vooruit



Bron: RICS.

2 Financiële stabiliteitsrisico's van geopolitieke spanningen en een fragmenterende wereldeconomie

Geopolitieke risico's en geo-economische fragmentatie kunnen de financiële stabiliteit via verschillende kanalen onder druk zetten (zie *infographic* op pagina 20). De afgelopen maanden zijn deze risico's concreter geworden. Dit blijkt onder meer uit de aankondiging van nieuwe invoerheffingen door de Verenigde Staten, wat op financiële markten heeft geleid tot hoge volatiliteit (zie 'Financiële markten in beweging door handelsheffingen en recessiezorgen'). Tegelijkertijd draagt de onduidelijkheid over de koers van het Amerikaanse beleid bij aan de grote economische onzekerheid. Deze onzekerheid drukt het vertrouwen onder consumenten en bedrijven, waardoor uitgaven en investeringen worden uitgesteld (NBER, 2025) en het neerwaartse risico voor de economie toeneemt. Dit kan zich op termijn vertalen in lagere winsten en hogere krediet- en marktrisico's voor financiële instellingen. Daarnaast vormen cyberaanvallen en hybride dreigingen een acuut risico, vanwege de mogelijke reputatie-, operationele en liquiditeitsproblemen die zij kunnen veroorzaken (DNB, 2022). Zo zijn financiële instellingen kwetsbaar voor verstoringen bij digitale dienstverleners. Daarnaast nemen de zorgen over de afhankelijkheid van niet-Europese technologische partijen toe vanwege de mogelijke inzet van deze afhankelijkheid als machtsmiddel.

Ook worden geo-economische afhankelijkheden zichtbaar die op meer structurele wijze een risico voor de financiële stabiliteit kunnen vormen. Zo ondermijnt fragmentatie de effectiviteit van internationale samenwerking en het functioneren van multilaterale gremia. Dit kan gevolgen hebben voor de effectiviteit van regelgeving en crisesbestrijding, maar ook voor het adresseren van mondiale uitdagingen – zoals de energietransitie – die vragen om een gecoördineerde en consistente aanpak. Daarnaast wordt financiële infrastructuur steeds vaker ingezet als geopolitiek instrument. Zo kunnen sancties en beperkingen op het internationale betalingsverkeer leiden tot verstoringen in financiële stromen (DNB, 2024 en CPB, 2024). Daarbij zijn Europese banken afhankelijk van SWIFT – een communicatiesysteem voor internationale betalingen – waarin de Amerikaanse dollar een dominante rol speelt. Dit zou de Verenigde Staten in staat kunnen stellen om buitenlandse banken, bijvoorbeeld als gevolg van sancties, de toegang tot SWIFT of dollar clearing te beperken of ontzeggen (ECB, 2023).

Dit hoofdstuk onderzoekt hoe geo-economische fragmentatie de Nederlandse financiële stabiliteit raakt. In het eerst deel van dit hoofdstuk bespreken we de financiële en digitale risico's voor financiële instellingen. In het tweede deel analyseren we de implicaties van haperende internationale samenwerking en multilaterale gremia. Aangezien DNB in een publicatie vorig jaar al heeft gekeken naar de risico's via sancties en toegang tot financiële infrastructuur, blijft dat kanaal in dit OFS grotendeels buiten beschouwing (DNB, 2024).

Geo-economische fragmentatie bedreigt de financiële stabiliteit via meerdere kanalen

1 Financiële markten

2x

Bij hoge onzekerheid zijn correcties op aandelenmarkten doorgaans 2x zo groot als in rustige tijden

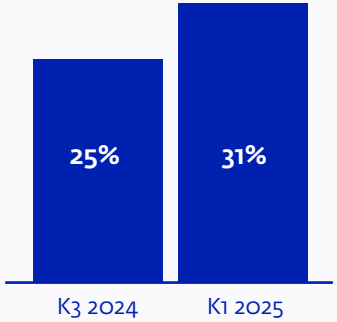
2 Reële economie

3pt

Kernkapitaalratio van banken daalt van 17,5% naar 14,5% in een escalerende handelsoorlog

3 Cyber- en hybride dreigingen

Relatief meer cyberaanvallen gericht op financiele sector via digitale dienstverleners en vitale infrastructuur



4 Inzet van financiële infrastructuur voor machtspolitiek en sancties

61%

Aandeel van niet-Europese partijen in het aantal eurozone kaartbetalingen

5 Verminderde effectiviteit van internationale organisaties

Minder coördinatie en risico op *race to the bottom* regelgeving

Advies

1 Weerbaarheid

- Behoud voldoende kapitaalbuffers
- Veranker geopolitieke risico's verder in risicobeheer
- Versterk digitale weerbaarheid, inclusief uitbestedingsrisico's
- Vergroot Europese strategische autonomie, o.a. in betalingsverkeer

2 Internationale samenwerking

- Blijf inzetten op Europese en internationale samenwerking
- Versterk Europese interne markt
- Verdiep en vergroot Europese kapitaalmarkten
- Geharmoniseerde regelgeving in Europa

Een verregaande handelsoorlog stelt de weerbaarheid van Nederlandse financiële instellingen op de proef

De toenemende handelsspanningen en verwachte groeivertraging kunnen de financiële positie van banken raken. De hoge onzekerheid en volatiliteit op financiële markten kunnen zich bijvoorbeeld vertalen in hogere financieringskosten voor banken. Daarnaast zal lagere economische groei als gevolg van handelsspanningen doorwerken in de activakwaliteit van banken en leiden tot een verhoogd risico op wanbetalingen (zogenoemde "stage 2" leningen).

Met behulp van een stresstest brengen we de gevolgen van een escalerende handelsoorlog voor Nederlandse grootbanken in kaart. Vanwege de grote onzekerheid omtrent de invoering van (verdere) importheffingen in de Verenigde Staten en elders, is het gebruik van scenario's zinvol. Hiermee krijgen we inzicht in de weerbaarheid van de Nederlandse bankensector voor verder escalerende handelsspanningen. Daartoe vergelijken we de impact van invoerheffingen met de macro-economische situatie voordat deze werden ingevoerd (het basisscenario), ten tijde van de Najaarsraming in december 2024 (DNB, 2024). Overigens wordt de weerbaarheid van Europese banken later dit jaar *bottom-up* getoetst in de EBA-SSM stresstest 2025, waarin sprake is van een breder en meer gedetailleerd scenario van escalerende geopolitieke spanningen en fragmentatie, inclusief sterk stijgende olie- en gasprijzen (EBA, 2025). De resultaten van beide stresstesten zullen daarom niet direct met elkaar te vergelijken zijn.

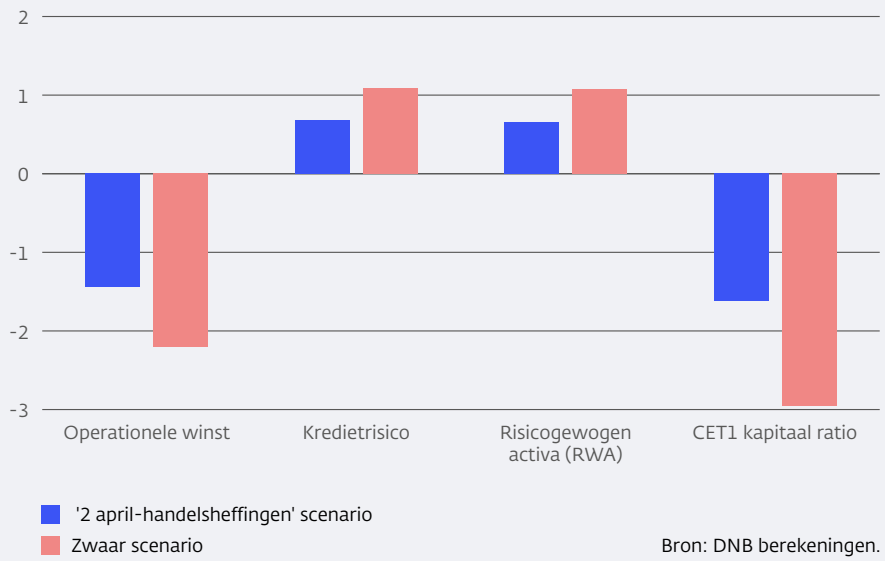
De aangekondigde heffingen leiden tot lagere economische groei, wat ook banken treft. Allereerst passen we een stress scenario toe dat is gebaseerd op de initiële importheffingen die op 2 april door de Verenigde Staten zijn aangekondigd, te weten een extra effectieve invoerheffing van 84% op goederen uit China, 20% op goederen uit Europa en 25% op goederen uit de rest van de wereld. In het scenario zorgen de heffingen voor een verwachte daling van de wereldhandel met 1,6 procentpunt in 2026 waardoor de Nederlandse economische groei eveneens 1,6 procentpunt lager uitvalt dan in het basisscenario (DNB, 2025).[4]

De gemiddelde daling van kapitaalratio's voor Nederlandse grootbanken blijft in dit scenario beperkt (zie figuur 13). Als gevolg van de lagere economische groei is sprake van minder inkomsten en een toename van kredietrisico's en risicogewogen activa ten opzichte van de verwachte ontwikkeling in het basisscenario. Hoewel de netto rentebaten dalen, blijven de inkomsten van banken voldoende om de toenemende verliezen te beperken. Als gevolg hiervan komt de kernkapitaalratio (CET1) in dit scenario ongeveer 1,5 procentpunt lager uit dan in het basisscenario, en blijft deze ratio min of meer constant over de 3-jaars horizon van de stresstest. Dit illustreert dat banken een goede uitgangspositie hebben, en de negatieve gevolgen van de aangekondigde importheffingen op 2 april goed kunnen opvangen. Waar de kernkapitaalratio in het basisscenario eind 2027 op 17,5% uitkomt, bedraagt deze in het stress scenario met handels-heffingen 16,1%.

4 Het stresstest scenario is gebaseerd op het Delfi-NiGEM model (DNB, 2025).

Figuur 13 Kapitaalratio's van Nederlandse grootbanken dalen 1,5 tot 3,0 procentpunt en bij escalerende handelsspanningen

Procenten



Bron: DNB berekeningen.

Toelichting: de figuur toont de afwijking van de operationele winst, kredietrisico, RWA en kapitaalratio in beide scenario's ten opzichte van het basisscenario aan het einde van de schattingsperiode (2027).

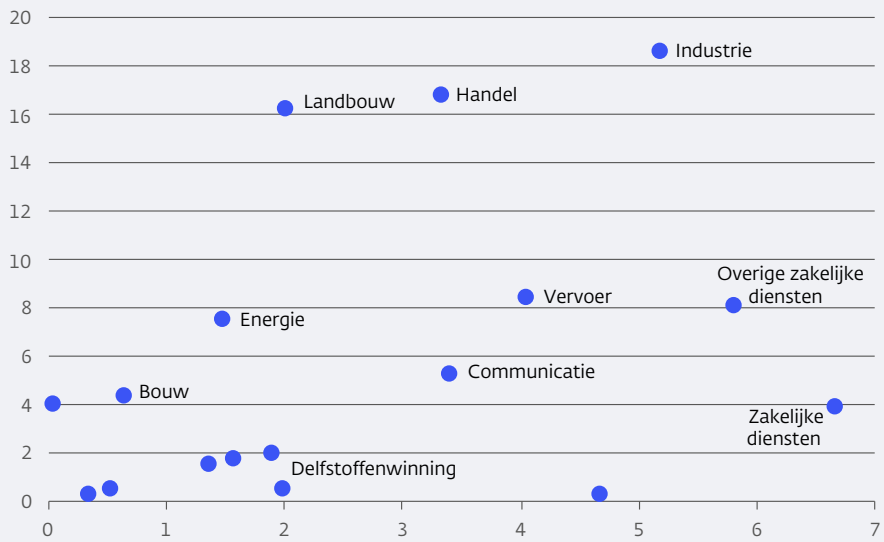
Bij verder escalerende handelsspanningen lijdt de Nederlandse economie meer schade. Om de gevolgen van verdere escalerende handelsspanningen voor banken te onderzoeken, passen we een stress scenario toe waarin de invoerheffingen verder toenemen. In dit 'zware' scenario veronderstellen we dat de Verenigde Staten een extra effectief invoertarief opleggen van 40% op goederen uit Europa en de rest van de wereld en 100% op goederen uit China. Ook nemen we aan dat deze landen in reactie daarop eenzelfde tarief hanteren op de invoer uit de Verenigde Staten. Hierdoor daalt de wereldhandel sterk, met bijna 4% in zowel 2025 als 2026. De economische groei komt in 2025 en 2026 respectievelijk 1 en 3,5 procentpunt lager uit dan in het basisscenario, terwijl inflatie juist 1,2 procentpunt hoger uitvalt in 2026. In dit scenario gaat de escalatie bovendien gepaard met aanhoudende onrust op financiële markten, afnemend vertrouwen en toenemende risicopremies. Hierdoor nemen bedrijfsinvesteringen sterk af, dalen huizenprijzen en stijgt de werkloosheid.

In dit zware scenario verslechtert de kapitaalpositie van Nederlandse banken verder, al blijft deze ruim boven de gemiddelde vereisten. Door de hogere rentelasten voor huishoudens en bedrijven, lagere economische groei en hogere werkloosheid neemt het risico op wanbetaling in dit scenario toe. Banken krijgen daardoor te maken met hogere kredietverliezen en risicogewogen activa. Ook zijn de netto rentebaten aanzienlijk lager dan in het basisscenario (zie figuur 13). Naast hogere kredietverliezen nemen in dit scenario ook de verliezen van banken toe door stijgende operationele risico's. Hoewel de impact van deze risico's moeilijk is in te schatten en kapitaalbuffers alleen deze risico's niet volledig kunnen afdekken, gaat het zware scenario uit van sterk oplopende operationele kosten (zoals cyberverliezen) als gevolg van geopolitieke spanningen. Daarbij spelen onder andere de risico's een rol die samenhangen met de digitale afhankelijkheid van de Verenigde Staten. Door al deze factoren daalt de gemiddelde kernkapitaalratio van de grootbanken naar 14,5% eind 2027. Dit is 3,0 procentpunt lager dan in het basisscenario (zie figuur 13), al blijft de kernkapitaalratio hiermee ruim boven de gemiddelde vereiste. Banken houden zodoende ruimte om eventuele extra verliezen op te vangen en blijven in staat om de kredietverlening op peil te houden. Belangrijke kanttekening is dat de onzekerheid over de gevolgen van escalerende handelsspanningen groot is, temeer omdat de invoering van dergelijke handelsbeperkingen dermate uitzonderlijk is dat de reactie van de economie en financiële markten moeilijk is in te schatten.

Banken worden vooral geconfronteerd met hogere kredietrisico's vanuit leningen aan bedrijven met een grote economische afhankelijkheid van de Verenigde Staten. Nederlandse bedrijven en sectoren zijn op twee manieren kwetsbaar voor een handelsoorlog met de Verenigde Staten. Enerzijds omdat de Verenigde Staten een belangrijke afzetmarkt zijn voor veel bedrijven. Anderzijds kunnen Nederlandse bedrijven ook afhankelijk zijn van de Verenigde Staten voor hun productieprocessen, zoals materialen, onderdelen of diensten. Deze laatste kwetsbaarheid is vooral relevant in het zware stress scenario, waarin verondersteld wordt dat de EU (en andere landen) vergelijkbare tegenmaatregelen nemen. Hierdoor moeten bedrijven, die sterk afhankelijk zijn van de Verenigde Staten, hogere kosten maken om producten te importeren. Naast het hogere kredietrisico als gevolg van de terugvallende economische groei, nemen de kredietrisico's in de stresstest verder toe naarmate een sector voor zijn afzetmarkt of productieproces sterker afhankelijk is van de Verenigde Staten. Figuur 14 laat daarbij het aandeel uitstaande leningen en de exportafhankelijkheid per sector zien, waarbij banken relatief veel leningen verstrekken aan Nederlandse bedrijven in de industrie, handel en landbouw. Van deze sectoren is de industrie het meest afhankelijk van export naar de Verenigde Staten, namelijk 5% van de totale afzet.

Figuur 14 Nederlandse banken vooral kwetsbaar via leningen aan industrie

Procenten; aandeel buitenlandse export naar de Verenigde Staten per sector (horizontaal), sectoraal aandeel in bedrijfsleningen aan niet-financiële bedrijven van Nederlandse banken (verticaal)



Bronnen: CBS en DNB toezichtstatistiek.

Pensioenfondsen en verzekeraars beschikken over solide buffers, maar zijn gevoelig voor volatiliteit op financiële markten

Net als banken beschikken Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars over solide buffers, al zijn ze wel kwetsbaar voor correcties op financiële markten. Zo hebben de recente koersschommelingen op mondiale aandelenmarkten impact gehad op het vermogen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. Dit hangt samen met hun investeringen in risicovolle beleggingen (zie 'Box 3 Toegenomen concentratie verhoogt kwetsbaarheid aandelenportefeuilles institutionele beleggers'). Hierdoor is de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen in de eerste week van april gedaald met naar schatting 6 procentpunt, terwijl de gemiddelde solvabiliteitsratio van verzekeraars naar verwachting met 5 procentpunt is afgenomen - al is sindsdien weer sprake van herstel. Bij verzekeraars wordt de impact beperkt doordat de *volatility adjustment* de negatieve impact van hogere spreads op staats- en bedrijfsobligaties compenseert. Naast impact op de solvabiliteit kunnen correcties op financiële markten ook leiden tot liquiditeitsrisico's die samenhangen met derivatenposities, al is dit momenteel vanwege de lagere dollarkoers en rentestanden minder aan de orde (zie 'Box 1 Pensioenfondsen en verzekeraars goed bestand tegen forse rentestijgingen, maar wel afhankelijk van de repomarkt').

Box 3 Toegenomen concentratie verhoogt kwetsbaarheid aandelenportefeuilles institutionele beleggers

De afgelopen jaren is de geografische en sectorale concentratie in aandelenmarkten toegenomen. Zo is het gewicht van Amerikaanse aandelen – als gevolg van snellere koersstijgingen – in de wereldwijde aandelenmarkt gestegen tot ongeveer 70% (versus circa 50% tien jaar geleden). Daarbij is er ook sprake van hoge sectorale concentratie. Zo is het gewicht van de zeven grootste Amerikaanse tech-bedrijven, de zogeheten *Magnificent 7*, toegenomen tot circa 20% van de mondiale markt. Een hoge mate van concentratie leidt tot verminderde diversificatievoordelen. Dit maakt aandelenmarkten – en daarmee ook beleggers – kwetsbaar voor tegenvallers bij een klein aantal bedrijven.

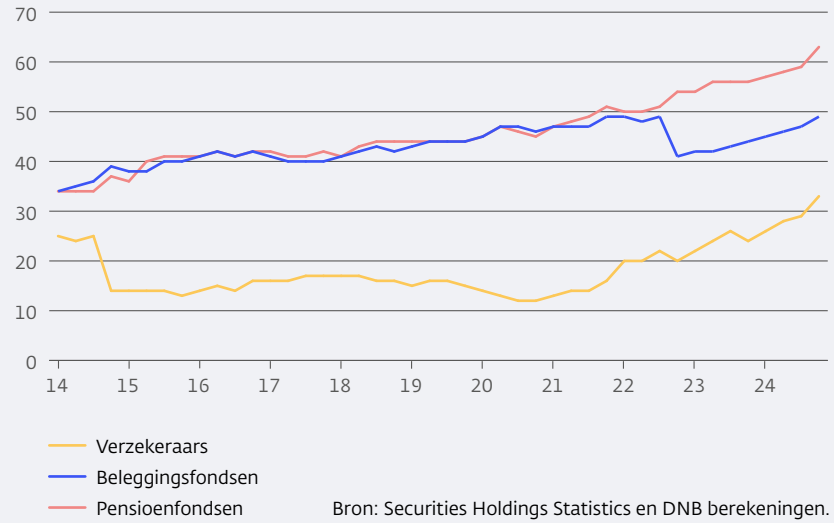
Ook binnen de aandelenportefeuilles van Nederlandse institutionele beleggers neemt de concentratie toe, wat de kwetsbaarheid voor correcties vergroot. Eind 2024 was het aandeel van Amerikaanse aandelen in de portefeuilles van pensioenfondsen, beleggingsfondsen en verzekeraars gestegen tot respectievelijk 63%, 49% en 33% (zie figuur 15). Dit is significant hoger dan zo'n tien jaar geleden, toen deze blootstelling en varieerden tussen de 25% en 34%. De stijging komt onder meer door het gebruik van indices, zoals de MSCI World of de S&P500, als *benchmark*. Institutionele beleggers volgen dergelijke *benchmarks* doorgaans op de voet waarmee zij het risico om significant achter te blijven bij het marktrendement beperken.[5] De mate waarin de toegenomen concentratie in de aandelenportefeuilles vervolgens een risico vormt, hangt samen met het gewicht van aandelen in de totale beleggingsportefeuille.

5 Waar actieve beleggers proberen de rendementen van hun benchmark te verslaan, proberen passieve beleggers het rendement van hun benchmark na te bootsen.

Pensioenfondsen hebben een directe allocatie van 20% naar aandelen, terwijl dit voor verzekeraars slechts 3% is.[6] Hierdoor lijken met name pensioenfondsen kwetsbaar voor verdere correcties op aandelenmarkten.

Figuur 15 Concentratie Amerikaanse bedrijven in aandelen-portefeuilles Nederlandse institutionele beleggers neemt toe

Procenten, gewicht Amerikaanse beursgenoteerde aandelen in aandelenportefeuille per sector



Bron: Securities Holdings Statistics en DNB berekeningen.

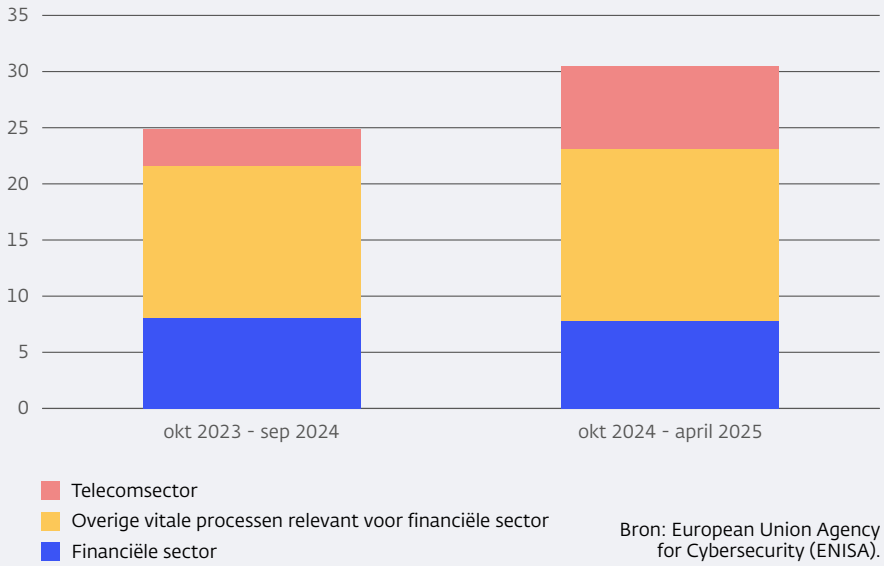
Geopolitieke spanningen vertalen zich ook in meer cyberdreigingen en zorgen over digitale afhankelijkheden

De geopolitieke spanningen gaan gepaard met een toename in het aandeel cyberaanvallen dat een risico vormt voor de financiële sector. Financiële instellingen worden soms direct getroffen door cyberaanvallen, maar worden vooral op indirecte wijze geraakt (OFS, voorjaar 2024). Dit laatste gebeurt bijvoorbeeld via cyberaanvallen op kritieke dienstverleners, zoals *cybersecurity* bedrijven en netwerkproviders, of vitale infrastructuur, zoals de energie en telecomsector. Het afgelopen half jaar heeft ongeveer 31% van de gerapporteerde wereldwijde cyberaanvallen zich gericht op de financiële sector of op een sector die vitaal is voor haar functioneren, wat meer is dan in eerdere periodes (zie figuur 16). Daarbij is een ruime verdubbeling van het aandeel cyberaanvallen op de telecomsector zichtbaar, een trend die zich ook in Europa afspiegelt. Daarnaast maken kritieke dienstverleners, zoals telecombedrijven, vaker melding van potentiële fysieke sabotage. Zo is een onderzeese telecomkabel in de Baltische zee in vier maanden tijd – mogelijk met opzet - driemaal beschadigd geraakt (Reuters, 2025). Dergelijke schade aan vitale infrastructuur kan ook de dienstverlening van één of meerdere financiële instellingen raken en tot substantiële operationele verliezen leiden. Ten slotte kan de impact van cyberdreigingen toenemen wanneer het zicht daarop vermindert. Europa – en de financiële sector – is voor een deel afhankelijk van Amerikaanse (overheids)diensten voor inlichtingen over cyberdreigingen. De toenadering tussen de Verenigde Staten en Rusland zorgt voor onduidelijkheid over de vraag of Amerikaanse diensten, zoals CISA, Russische actoren nog als dreiging mogen zien en of deze diensten überhaupt nog kunnen rapporteren over kwetsbaarheden en dreigingen.

6 Naast direct aandelenbezit, hebben pensioenfondsen en verzekeraars ook indirecte aandelen middels participaties in beleggingsfondsen. Wanneer zowel directe als indirecte aandelen worden meegenomen, dan bedraagt het gewicht van Amerikaanse aandelen in de totale aandelenportefeuille van pensioenfondsen 56%. Voor verzekeraars is deze informatie niet beschikbaar.

Figuur 16 Toename in het aandeel wereldwijde cyberincidenten dat de financiële sector direct of via vitale infrastructuur raakt

Procenten



Bron: European Union Agency for Cybersecurity (ENISA).

Bovendien dragen de geopolitieke spanningen bij aan toenemende zorgen over de geconcentreerde digitale afhankelijkheid van niet-Europese dienstverleners. Nederlandse financiële instellingen, het bedrijfsleven en de overheid maken voor hun digitale dienstverlening gebruik van verschillende leveranciers (OFS najaar 2024). Voor specifieke en belangrijke digitale diensten is de hoeveelheid aanbieders echter beperkt en hoofdzakelijk van Amerikaanse origine (CPB, 2024). Zo zijn Amerikaanse *BigTech* bedrijven - zoals Amazon, Google en Microsoft - belangrijke aanbieders van *cloud* platformen wereldwijd. Ook cybersecurity-oplossingen zijn vaak geïntegreerd in deze diensten. Zorgen over dit concentratierisico zijn de laatste maanden toegenomen als gevolg van de geopolitieke spanningen. Zo kan de afhankelijkheid van Amerikaanse en andere niet-Europese digitale dienstverleners onderdeel worden van escalerende handelsspanningen. Wanneer de toegang tot essentiële diensten wordt beperkt, dan kan dit leiden tot operationele systeemrisico's voor het financiële stelsel. Het faillissement van de *Amsterdam Trade Bank* (ATB) in 2022 heeft laten zien dat abrupte beëindiging van essentiële diensten tot grote operationele problemen kan leiden met zelfs een faillissement als gevolg. Bovendien wordt de afhankelijkheid van digitale dienstverleners versterkt door zogenaamde *vendor lock* in.[7] Veel digitale diensten zijn vaak diep geïntegreerd in de digitale infrastructuur van financiële instellingen, waardoor het ontkoppelen van deze diensten en migreren naar Europese aanbieders op korte termijn onmogelijk is. Bovendien zijn Europese alternatieven voor specifieke onderdelen van de digitale dienstverlening weliswaar beschikbaar, maar wordt een *full suite service* op hoog niveau slechts door enkele Amerikaanse dienstverleners aangeboden.

7 Dit is een situatie waarin een klant afhankelijk is van een specifieke leverancier voor producten of diensten waarbij het moeilijk of kostbaar is om over te stappen naar een andere leverancier.

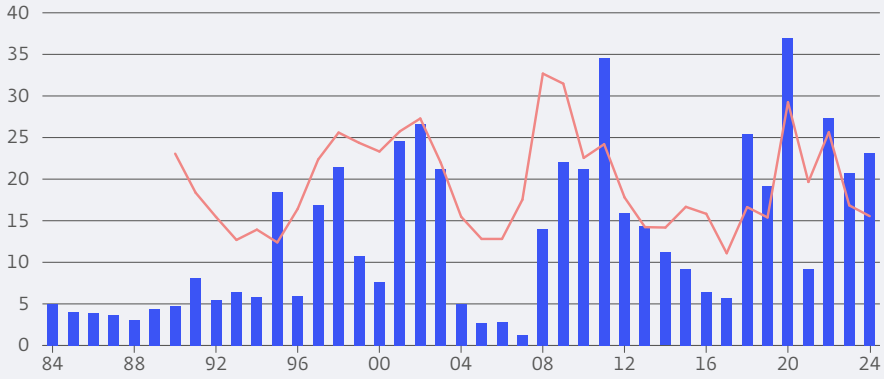
Fragmentatie verzwakt de slagkracht van multilaterale gremia

Multilaterale gremia spelen een belangrijke rol bij het bewaken en bevorderen van de financiële stabiliteit wereldwijd, maar staan al enige tijd onder druk. Mondiaal bestaan verschillende instituten en structuren waarin landen in uiteenlopende samenstellingen overleggen, onderhandelen en besluiten over grensoverschrijdende economische en financiële vraagstukken. Enkele voorbeelden zijn het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de G7, G20, de Financial Stability Board (FSB) en standaardzetters zoals het Bazels Comité voor bankentoezicht (BCBS). Zoals weergegeven in de *infographic* op pagina 28, vervullen deze gremia uiteenlopende functies om de risico's voor de financiële stabiliteit te beperken, waaronder het monitoren van risico's (verdedigingslinie 1), het harmoniseren en hervormen van regelgeving (verdedigingslinie 2) en het coördineren van crisismaatregelen (verdedigingslinie 3). Het functioneren van multilaterale gremia heeft echter al enige tijd te lijden onder de geopolitieke spanningen. Zo heeft de Russische invasie van Oekraïne geleid tot een verharding van de onderlinge verhoudingen. Hierdoor is het lastiger gebleken om tot consensus te komen, bijvoorbeeld in de vorm van een gezamenlijke slotverklaring, in G20-verband, waardoor zichtbaar aan slagkracht wordt ingeboet. Sinds het aantreden van de nieuwe regering in de Verenigde Staten is de druk op internationale samenwerking verder toegenomen. Zo loopt momenteel in de Verenigde Staten een evaluatie van hun deelname aan en financiering van multilaterale gremia, conventies en verdragen. Dergelijke ontwikkelingen kunnen de risico's voor de wereldwijde financiële stabiliteit op meerdere manieren vergroten.

Verzwakt multilateralisme maakt het internationaal uitdagender om crises effectief te bestrijden. Zo bemoeilijkt gebrekkige samenwerking een snelle beleidsreactie op mondiale schokken, zoals tijdens de financiële crisis en de Covid-19 pandemie. Ook kan een gebrek aan internationale samenwerking de uitwisseling van informatie en het tijdig identificeren van kwetsbaarheden aantasten. Wanneer de effectiviteit van multilaterale gremia verder ter discussie komt te staan, kan dit ook gevolgen hebben voor de bestaande en bewezen structuren van internationale crisisbestrijding. Zo heeft het IMF een sleutelrol in het verstrekken van noodkrediet aan landen in financiële moeilijkheden (zie figuur 17). Dergelijke steun bevordert het herstel van vertrouwen en beperkt besmettingsrisico's naar andere economieën. Ook is de rol van de Verenigde Staten van essentieel belang voor het IMF, aangezien zowel de financieringscapaciteit als de geloofwaardigheid van het IMF sterk afhankelijk zijn van hun steun. Een veranderende Amerikaanse positie ten opzichte van het IMF kan zodoende direct invloed hebben op de sleutelrol die het IMF speelt in internationaal crisismanagement. Bij een afnemend vertrouwen in multilaterale samenwerking zijn landen mogelijk genoodzaakt om zelf grotere reserves op te bouwen, zoals bijvoorbeeld na de Aziatische financiële crisis eind jaren '90 is gebeurd.

Figuur 17 IMF leningen vormen een belangrijk onderdeel van de bestrijding van financiële crises

Miljarden (leningen); index (VIX)



Bron: IMF.

Internationale organisaties spelen cruciale rol in bewaken wereldwijde financiele stabiliteit

Risico's

Risico's

Risico's

Eerste verdedigingslinie: monitoren van risico's

- IMF artikel IV-consultaties
- Monitoring van G-SIBs
- Risicorapportages

Tweede verdedigingslinie: harmoniseren en hervormen van regelgeving

- Regelgevingsharmonisatie
- Bazel-regelgeving
- Structurele hervormingen

Derde verdedigingslinie: coördineren van crisismaatregelen

- Crisisleningen
- Liquiditeitslijnen
- Resolutie

Mogelijke beleidsreacties op toenemende fragmentatie

Meer unilateraal handelen draagt bij aan...

- ✗ Ongelijker speelveld door nationale verschillen
- ✗ Mogelijke *race to the bottom* in regelgeving
- ✗ Grotere besmettingsrisico's

...maar multilaterale oplossingen blijven onverminderd belangrijk.

- ✓ Effectieve crisisbestrijding
- ✓ Geharmoniseerde regelgeving in Europa
- ✓ Goede aanpak grensoverschrijdende risico's

Ook kan fragmentatie leiden tot minder internationaal gecoördineerde regelgeving. Multilaterale gremia spelen een belangrijke rol bij het harmoniseren van financiële regelgeving en het adresseren van grensoverschrijdende financiële risico's. Zo draagt de BCBS bij aan *Too-Big-To-Fail* (TBTF) hervormingen en de implementatie van Bazel III na de financiële crisis. Ook stelt de FSB internationale aanbevelingen op voor de niet-bancaire financiële sector, bijvoorbeeld op het gebied van margeverplichtingen en hefboomfinanciering. Wanneer dergelijke internationale aanbevelingen niet of verschillend worden vertaald naar nationale wetgeving, kan dat uitmonden in een regelgevende *race to the bottom*. Dit kan ten koste gaan van weerbaarheid en het risico op besmettingseffecten, bijvoorbeeld vanuit niet-bancaire financiële instellingen in het buitenland, vergroten. Ten slotte kunnen systeemrisico's als gevolg van grensoverschrijdende activiteiten of activa toenemen bij een gebrek aan gecoördineerde regelgeving. Een voorbeeld hiervan zijn cryptoactiva (zie 'Box 4 Toenemende zorgen over verwevenheid tussen financiële systeem en cryptoactiva').

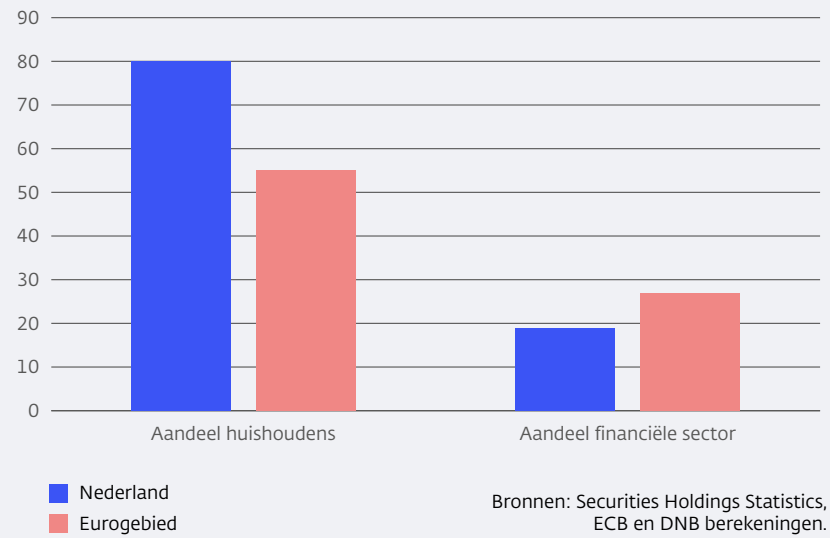
Box 4 Toenemende zorgen over verwevenheid tussen financiële systeem en cryptoactiva

De totale marktkapitalisatie van cryptoactiva is de afgelopen jaren gestaag gestegen naar 2,9 biljoen dollar begin 2025. Een drijvende kracht achter de recente hausse van cryptoactiva is de crypto-vriendelijke houding van de nieuwe Amerikaanse administratie. Bovendien kunnen beleggers eenvoudiger in cyptoactiva investeren sinds de lanceringen van *Exchange Traded Products* (ETPs) voor crypto in januari 2024. Sindsdien kennen deze beleggingsproducten een grote instroom van particuliere klanten en institutionele beleggers. Zo is in 2024 sprake van een cumulatieve netto-instroom van spot bitcoin ETPs van meer dan 37 miljard dollar. Daarnaast neemt de populariteit van *stablecoins* toe. Dit zijn cryptomunten die hun waarde koppelen aan valuta zoals de dollar of aan grondstoffen zoals olie of goud.

Tegelijk is de blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan cryptoactiva beperkt, al houden Nederlandse huishoudens relatief veel cryptoactiva aan. Vooralsnog heeft de introductie van ETPs niet gezorgd voor een grote blootstelling van financiële instellingen aan cryptoactiva. Dit hangt mogelijk samen met de prudentiële behandeling van cryptoactiva voor banken onder de CRR, waar de EBA momenteel *Regulatory Technical Standards* (RTS) voor uitwerkt (EBA, 2025). Binnen het eurogebied bezitten Nederlandse partijen ongeveer 2% van de grootste uitstaande cryptoactiva. Van de crypto-activa in Nederland is minder dan 20% in handen van financiële instellingen, waarbij banken zelfs een verwaarloosbare blootstelling hebben (zie figuur 18). Daarentegen wordt ongeveer 80% van deze beleggingsproducten in Nederland aangehouden door huishoudens.

Figuur 18 Blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan crypto-gerelateerde beleggingsproducten is beperkt, al houden Nederlandse huishoudens relatief veel cryptoactiva aan

Procenten



Bronnen: Securities Holdings Statistics, ECB en DNB berekeningen.

Toelichting: aandeel in totale bezit van crypto-gerelateerde investeringsproducten in Nederland en in het eurogebied. De grafiek omvat 294 crypto-gerelateerde investeringsproducten (zoals ETFs en ETPs) per eind 2024.

Ook euro *stablecoins* vormen geen dreiging voor de financiële stabiliteit, al kan arbitrage wel risico's opleveren. Door de Europese cryptoverordening (MiCAR) worden euro *stablecoins*, net als andere gekoppelde cryptoactiva zoals dollar *stablecoins*, gereguleerd. MiCAR heeft er bovendien toe geleid dat Amerikaanse *stablecoins* die niet aan deze regels willen voldoen (zoals USD Tether) van Europese beurzen verdwijnen. De ongelijke regulering in de Verenigde Staten en Europa kan wel leiden tot arbitragerisico's. Dit kan in de EU bijvoorbeeld leiden tot toenemende handel in dollar-*stablecoins* die een Europese MiCAR-licentie hebben, zoals de *US dollar coin* (USDC).

De toenemende acceptatie van cryptoactiva kan systeemrisico's op indirecte wijze vergroten. Hoewel de blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan cryptoactiva beperkt is, kunnen financiële instellingen in Nederland en Europa ook op indirecte wijze worden blootgesteld aan financiële stabiliteitsrisico's van cryptoactiva. Ten eerste hebben *stablecoins* een significant aandeel in de markt voor Amerikaanse overheidsschuld. Stress in cryptomarkten kan, via het te gelde maken van *stablecoins*, resulteren in gedwongen verkopen van Amerikaanse staatsobligaties. Ten tweede zetten de Verenigde Staten stappen richting een strategische bitcoin reserve. Een recent decreet stelt dat alle in beslag genomen bitcoins samengevoegd kunnen worden in een nieuwe strategische reserve. Dit legitimeert cryptoactiva verder en kan andere overheden aanzetten tot het volgen van een vergelijkbare strategie, waardoor de verwevenheid van cryptoactiva met het financiële systeem verder kan toenemen. Ondanks dat financiële instellingen momenteel beperkt zijn blootgesteld aan cryptoactiva, kan een verdere groei in de toekomst een bedreiging vormen voor de mondiale financiële stabiliteit – vooral vanwege structurele kwetsbaarheden, zoals een gebrek aan transparantie (FSB, 2022).

Beleid: In tijden van grote onzekerheid is een weerbare financiële sector belangrijk, zowel in financiële als operationele zin

In tijden van grote onzekerheid is een weerbare financiële sector essentieel om de economie te beschermen. Banken houden kapitaalbuffers aan voor het opvangen van onverwachte verliezen. In recente crises, zoals de Covid-19 pandemie en de Russische invasie van Oekraïne, hebben solide buffers banken in staat gesteld om verliezen op te vangen en krediet te blijven verstrekken. De huidige verhoogde geopolitieke spanningen en toenemende fragmentatie vergroten de kans op onverwachte verliezen. Deze onzekere achtergrond onderstreept het belang van goed gekapitaliseerde banken en in het bijzonder van het aanhouden van *releasable* kapitaal, dat kan worden vrijgegeven zodra risico's materialiseren. Mede om deze reden hanteert DNB een contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) van 2% (DNB, 2025). Uit een recente DNB-analyse blijkt bovendien dat de kapitaalbuffers bij Nederlandse banken de economische krimp tijdens recessies kunnen beperken, zonder de economische groei in normale tijden significant te belemmeren (DNB, 2025). Buffers van financiële instellingen moeten daarbij groot genoeg zijn om stevige, maar plausibele verliezen als gevolg van geopolitieke risico's op te kunnen vangen. Daarom is het belangrijk dat financiële instellingen geopolitieke risico's verder verankeren in het risicomanagement (DNB, 2024). Instellingen kunnen hierbij gebruik maken van scenarioanalyses en stresstesten waarin de interactie tussen geopolitieke risico's en traditionele risico's zoals markt-, liquiditeits- en kredietrisico's wordt meegenomen (IMF, 2025).

Ook wordt de digitale weerbaarheid van Nederlandse financiële instellingen steeds belangrijker, waar DNB actief aan bijdraagt. DNB ondersteunt financiële instellingen bij het verder verhogen van hun cyberweerbaarheid, bijvoorbeeld via begeleiding van de ethische hackprogramma's *Threat Intelligence-based Ethical Red Teaming* (TIBER) en

Advanced Red Teaming (ART).[8] Daarnaast worden met de *Digital Operational Resilience Act* (DORA) onder meer scherpere eisen gesteld aan de beheersing van ICT- en cyberrisico's in de uitbestedingsketen. In dat kader is het belangrijk dat financiële instellingen goed zicht hebben op de keten van digitale dienstverleners die financiële processen ondersteunen. Daarom moeten instellingen onder DORA een informatieregister bijhouden met daarin alle contractuele overeenkomsten omtrent de digitale dienstverlening door derde partijen, wat bijdraagt aan het inzichtelijk maken en beheersen van uitbestedingsrisico's. Ook krijgt DNB hiermee actueel zicht op de afhankelijkheden van Nederlandse financiële instellingen, waaronder de afhankelijkheid van niet-Europese dienstverleners. Deze informatieregisters vormen bovendien de basis voor het aanwijzen van kritieke derde aanbieders van ICT-diensten op Europees niveau. DORA introduceert hierbij een *oversight framework*, waaronder Europese toezichthouders – samen met nationale toezichthouders – onderzoeken kunnen uitvoeren bij deze kritieke derde aanbieders.

Ten slotte is het belangrijk dat Europa werkt aan de strategische autonomie van haar betalingsverkeer. Naast afhankelijkheid van niet-Europese dienstverleners, is het betalingsverkeer eveneens sterk afhankelijk van Amerikaanse marktpartijen zoals Visa en Mastercard. Hier is het zodoende zaak dat Europa haar strategische autonomie vergroot, bijvoorbeeld door de ontwikkeling van een Europees betaalinstrument dat overal in Europa en door iedereen gebruikt kan worden. Een betaaloplossing van Europese origine die een verbinding kan vormen voor EU-markten ontbreekt momenteel. De digitale euro biedt een publieke oplossing die deze leemte kan opvullen en het Europese betalingsverkeer weerbaarder kan maken voor geo-economische fragmentatie. Een private oplossing is in dit verband het *European Payments Initiative* (EPI).

Naast een weerbare financiële sector is Europese samenwerking onmisbaar om mondiale uitdagingen het hoofd te bieden in een fragmenterende wereld

Internationale samenwerking blijft – zeker gezien de huidige onzekerheid – essentieel om mondiale problemen het hoofd te bieden. Nederland is als klein land met een open economie gebaat bij goed functionerende mondiale samenwerkingsverbanden. Daarnaast kennen de meeste risico's voor de financiële stabiliteit een grensoverschrijdend karakter, waardoor internationale samenwerking noodzakelijk is. Het is daarom essentieel dat we ons blijven inzetten voor internationale samenwerking en goed functionerende multilaterale gremia. Tegelijkertijd maakt de huidige staat van de wereld de grensoverschrijdende samenwerking binnen Europa nog belangrijker.

Ten eerste is Nederlandse inzet op het versterken en verdiepen van de interne Europese markt essentieel voor onze economie en financiële sector. Het verminderen van de afhankelijkheid van andere regio's kan de impact van handelsbeperkingen verzachten (DNB, 2023). Vorig jaar ging zo'n 70% van de Nederlandse uitvoer naar een land binnen de EU (CBS, 2025). Een diepere interne markt is daarom een effectief instrument voor het borgen van de weerbaarheid van de Europese economie en financiële sector. Hoewel handel binnen de EU de afgelopen decennia sterk is toegenomen, is nog steeds sprake van significante interne handelskosten. Zo laat een IMF analyse zien dat deze kosten in 2020 neerkwamen op een ad-valorem heffing van 44% voor de gemiddelde productiesector. Dit wordt vooral veroorzaakt door uiteenlopende nationale regelgeving en beperkte concurrentie door gefragmenteerde handelsketens en hoge toetredingsbarrières in de dienstensector (IMF, 2024).[9] Het is daarom nodig de Europese interne markt verder te verdiepen, de bankenunie verder te ontwikkelen, fragmentatie te verminderen en bedrijven en huishoudens in

8 Met TIBER en ART testen krijgen financiële instellingen inzicht in de sterke en zwakke punten van hun weerbaarheid tegen geavanceerde cyberaanvallen (ECB, 2024; DNB, 2024)
9 Ter vergelijking, deze heffing is tussen staten in de Verenigde Staten met gemiddeld 15% significant lager.

staat te stellen de voordelen van een geïntegreerde Europese markt volledig te benutten (Letta, 2024 en Draghi, 2024).

Het verdiepen en vergroten van Europese kapitaalmarkten is daarbij een belangrijke pijler om het financiële systeem te versterken. Diepe en liquide kapitaalmarkten verbeteren toegang tot financiering en verlagen kosten voor bedrijven, waardoor de afhankelijkheid van bankfinanciering en financiële markten buiten Europa wordt verminderd. Ook kunnen kapitaalmarkten helpen om economische schokken te absorberen, en dragen ze bij aan het kanaliseren van privaat kapitaal naar belangrijke uitdagingen, zoals defensie, klimaatadaptatie en -transitie en productiviteitsgroei. Tegen deze achtergrond heeft de Europese Commissie onlangs haar *Savings and Investment Union* (SIU) plannen gepresenteerd. De plannen zetten in op beleidsinitiatieven om nationale kapitaalmarkten te vergroten. Daarnaast stelt de Europese Commissie voor barrières tussen kapitaalmarkten weg te nemen, het toezicht op kapitaalmarkten te harmoniseren en de consolidatie van marktinfrastructuren te bevorderen. DNB steunt deze plannen op veel onderdelen, waaronder de oproep om barrières weg te nemen op het gebied van belastingen, insolventie en pensioenvoorziening (DNB, 2024). Indien vooruitgang te lang uitblijft, kunnen bereidwillige lidstaten ook overwegen om verdergaande stappen te zetten en met kopgroepen initiatief te tonen.

Ten slotte kunnen gerichte vereenvoudigingen van Europese regels bijdragen aan het concurrentievermogen, zolang de weerbaarheid van de financiële sector op peil blijft. Na de financiële crisis van 2008 is de regelgeving voor onder meer banken aangescherpt en uitgebreid om risico's beter te beheersen waarbij – ook op verzoek van de sector – rekening is gehouden met de complexiteit van banken en hun diverse activiteiten. De recente geopolitieke ontwikkelingen hebben de focus verlegd naar concurrentievermogen (Letta, 2024 en Draghi, 2024). Om het concurrentievermogen bij financiële instellingen te vergroten roepen verschillende partijen op tot vereenvoudiging van de prudentiële raamwerken in Europa (Politico, 2025). Binnen het Eurosysteem wordt op dit moment nagedacht over mogelijkheden voor vereenvoudiging op het gebied van regelgeving, rapportages en toezicht (ECB, 2025). DNB vindt het van belang dat bij dergelijke vereenvoudigingen de regels in lijn blijven met mondiale afspraken, zodat financiële instellingen aan dezelfde minimumeisen voldoen. Ook is het juist gezien de grote onzekerheid in de wereld zaak de huidige weerbaarheid te behouden. De concurrentiekracht in de financiële sector kan dus vooral profiteren van gerichte maatregelen die de administratieve lasten verlagen. Zo kunnen bepaalde rapportages vereenvoudigd worden en overlap in lagere regelgeving worden verholpen. Wanneer vereenvoudiging de prudentiële regels echter ongevoeliger maakt voor risico's dan zijn hogere kapitaaleisen nodig om de weerbaarheid van de financiële sector te behouden.

Hoofdauteurs: Nander de Vette en Annick van Ool
Data ondersteuning: Johanna Fiebag en Jack Bekooij

Medeauteurs van de specifieke hoofdstukken
Risicobeeld:
Pablo Serrano Ascandoni, Francesco Caloia, Tomás Carrera de Souza, Kasper Goosen, David-Jan Jansen, Jan Kakes, Kenny Martens, Romain Meuwissen, Niek de Meijier, Marc Reinke, Koen Verbruggen, Bart Wilbrink en Lu Zhang.

Financiële stabiliteitsrisico's van geopolitieke spanningen en een fragmenterende wereldeconomie:
Lennert Branderhorst, Francesco Caloia, Lennart Dekker, Malou Dirks, Kasper Goosen, Erisa Gruda, Ferron Homan, Remco van der Molen, Ralph Verhoeks en Iris van de Wiel.

Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2025
©2025 De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl

Volg ons op:
Instagram
LinkedIn
X

DeNederlandscheBank
EUROSYSTEEM