Centraal Planbureau

Risicorapportage financiële markten 2026

Oplopende geopolitieke spanningen vergroten de risico's voor financiële stabiliteit. Daarnaast leiden intransparante schuldconstructies in kunstmatige intelligentie en groeiende kredietverlening buiten het traditionele toezicht ertoe dat het zicht op bepaalde risico's tekortschiet. Hoge overheidsschulden blijven een bron van zorg. Bovendien kunnen stablecoins, hoewel nu nog klein van omvang, zorgen voor nieuwe financiële stabiliteitsrisico's.

Nederland heeft een goede uitgangspositie, maar nauwere Europese samenwerking, adequaat financieel toezicht en verbeterd inzicht in nieuwe risico's zijn noodzakelijk om het financiële stelsel weerbaar te houden.

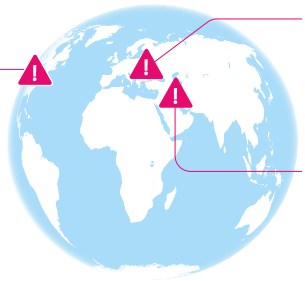
CPB - mei 2026

Suzanne Vissers, Adam Elbourne,
Loes Hoendervangers, Max Schaffrath,
Jurre Thiel, Henrik Zaunbrecher

Troebel zicht in onzekere tijden

Toename van onzekerheid

Geopolitieke spanningen en veranderende wereldorde

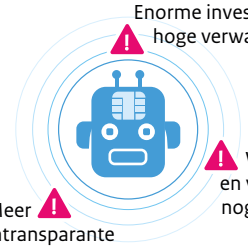


Oorlog op Europees continent: hybride oorlogsvoering verhoogt cyberrisico's

Grillig beleid regering VS

Risico op hogere inflatie en lagere economische groei bij aanhoudend conflict Golfregio

Opkomst van AI

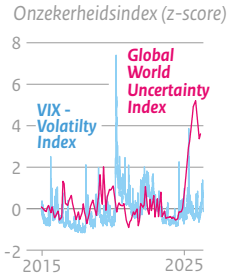


Enorme investeringen, hoge verwachtingen

Winnaars en verliezers nog onzeker

Meer intransparante schuldconstructies

Financiële markten nog kalm ...



Volatiliteit op financiële markten gematigd, ondanks hoge macro-economische onzekerheid

... maar sentiment kan omslaan

- Koersschommelingen
- Liquiditeitsstress
- Hogere financieringskosten

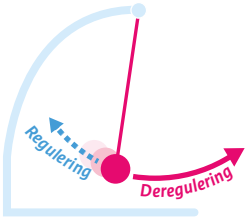
Uitgangspositie van NL en EU

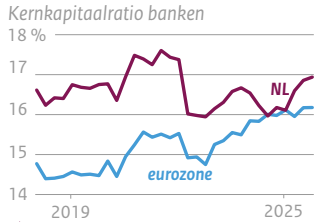
- NL: Economie groeit (maar verwachting onzeker)
- NL: staatsschuld laag, private schulden dalen
- EU: Ruime buffers financiële sector
- EU: Zorgen over staatsschulden



Hoe houden we ons financiële stelsel bestand tegen schokken?

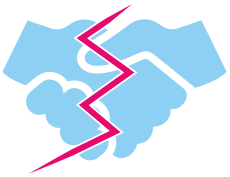
Met financiële regulering, zoals kapitaaleisen voor banken





- Druk om deregulering vanuit VS lijkt ook in Europa weerklank te vinden
- Goed gekapitaliseerde banken houden kredietverlening in stand in onzekere tijden

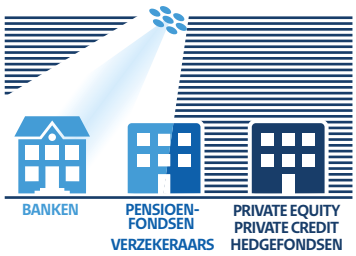
Via internationale samenwerking



- Minder vanzelfsprekend geworden door geopolitieke fragmentatie
- Versterking Europese samenwerking nodig

Belang van transparantie en stelselbreed toezicht

Verschuiving naar niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's)



- Bredere financierings-mogelijkheden voor bedrijven en huishoudens
- Nieuwe risico's en verwevenheid met banken
- Meer zicht nodig op NBFI's en systeemrisico's

Stablecoins



- Omvang nu nog klein, maar groei kan voor risico's zorgen
- Regulering regelmatig toetsen om bij te blijven bij ontwikkelingen

© Centraal Planbureau, Den Haag 2026

Samenvatting

De oplopende geopolitieke spanningen vormen een risico voor de mondiale economische stabiliteit. Het conflict in het Midden-Oosten zet de stabiliteit van mondiale toeleveringsketens onder druk, terwijl ook de oorlog in Oekraïne voortduurt en de spanningen rond Taiwan aanhouden. Het Amerikaanse beleid is onder president Trump bijzonder grillig geworden. Dit heeft het vertrouwen verzwakt in de rol van de dollar als veilige haven en in de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank. Hoewel de Nederlandse economie nog gematigd groeit, blijven de vooruitzichten onzeker. Zo kan een aanhoudend conflict in de Golfregio zorgen voor hogere energieprijzen, hogere inflatie en een rem op de economische groei.

Geopolitieke spanningen kunnen via marktschommelingen, hogere kredietrisico's en cyberdreigingen de stabiliteit van het financiële stelsel onder druk zetten. Toenemende onzekerheid kan leiden tot beursschommelingen, oplopende risicopremies en stijgende financieringskosten. Daarnaast kunnen abrupte koerscorrecties liquiditeitsproblemen veroorzaken, bijvoorbeeld wanneer beleggers extra liquide onderpand moeten storten. Geopolitieke onzekerheid kan ook het vertrouwen in de economie aantasten, wat de economische activiteit remt en zorgt voor hogere kredietrisico's. Bovendien neemt bij geopolitieke dreiging het risico van cyberaanvallen toe die ook het financiële stelsel kunnen ontregelen. Ondanks deze toenemende risico's zijn financiële markten tot op heden tamelijk kalm gebleven en staan aandelenwaarderingen op historisch hoge niveaus. Dit vergroot het risico op scherpe correcties bij een plotselinge omslag in het marktsentiment.

Enorme investeringen in kunstmatige intelligentie (AI) worden steeds meer gefinancierd met complexe en intransparante schuldconstructies. Amerikaanse technologiebedrijven investeren massaal in AI en de waardering van enkele zeer grote bedrijven is sterk opgelopen. De vraag is of de verwachte opbrengsten deze investeringen rechtvaardigen. Eerder financierden grote technologiebedrijven hun investeringen voorheen grotendeels uit operationele kasstromen. Nu doen zij dit door de toegenomen omvang van de investeringen vaker met leningen. Een groeiend deel daarvan wordt verstrekt door *private credit*-fondsen. Deze leningen worden niet verhandeld op financiële markten en vallen buiten het bankentoezicht. Ook maken AI-bedrijven regelmatig gebruik van schuldconstructies buiten de balans. Daardoor is er weinig zicht op hun financieringsrisico's en op de bredere risico's voor het financiële systeem, onder meer via verwevenheden met banken en pensioenfondsen.

De Nederlandse economie heeft dankzij ruime buffers een goede om schokken op te vangen. Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars hebben solide kapitaal- en liquiditeitsbuffers. Ook is de Nederlandse overheidsschuld laag, al zal deze naar verwachting de komende jaren stijgen. De schuldpositie van het Nederlandse bedrijfsleven is afgenomen. Gemiddeld genomen zijn Nederlandse huishoudens de afgelopen jaren financieel weerbaarder geworden door lagere schulden en opgebouwde buffers, hoewel dit niet voor alle groepen in gelijke mate geldt.

De houdbaarheid van Europese staatsschulden blijft een zorg. De overheidsschuld van verschillende Europese landen is hoog en loopt op. De rentelasten zijn nog beheersbaar, omdat een groot deel van de uitstaande schuld gefinancierd is tegen lage rentes. Hogere marktrentes zullen echter geleidelijk gaan doorwerken in de herfinanciering van de overheidsschuld. Hierdoor neemt de capaciteit van Europese overheden af om schokken te dempen en in geval van nood financiële instellingen te steunen. Dit vergroot de kwetsbaarheid van het financiële stelsel.

De veranderende geopolitieke situatie vraagt om versterking van de Europese samenwerking. Financiële markten zijn sterk verweven en risico's gaan vaak over nationale grenzen heen. Daarom zijn gecoördineerde

internationale acties cruciaal voor de weerbaarheid van het financiële stelsel. Dit gaat zowel om acute noodmaatregelen, zoals het uitwisselen van valuta tussen centrale banken, als om afstemming van regelgeving en institutionele versterking. Geopolitieke fragmentatie bemoeilijkt het vormen van internationale coalities, waardoor samenwerking op belangrijke onderwerpen lastiger wordt. Daarom vraagt de veranderende geopolitieke situatie om versterking van de Europese samenwerking. Voor grotere Europese strategische autonomie zijn meer investeringen nodig in defensie, innovatie en klimaat. Een diepere en geïntegreerde kapitaalmarkt kan bijdragen aan een efficiëntere inzet van kapitaal en een betere spreiding van risico's bijvoorbeeld door harmonisatie van faillissementswetgeving. Ook gemeenschappelijke schuldfinanciering kan, onder duidelijke voorwaarden, een instrument zijn om urgente gemeenschappelijke investeringen op Europees niveau te financieren.

Juist in onzekere tijden is het onverstandig de dereguleringstrend uit de Verenigde Staten (VS) te volgen. Financiële regelgeving verloopt historisch gezien in golven: aanscherpingen volgen doorgaans op financiële crises, terwijl de druk op versoepeling toeneemt in tijden van stabiliteit. Kapitaalbuffers vormen daarbij een cruciaal element: hierdoor handelen banken meer risicobewust en kunnen zij schokken opvangen en krediet blijven verstrekken in onrustige perioden. Na de grote financiële crisis van 2008 heeft strengere regulering de weerbaarheid van het stelsel sterk verbeterd. De regering-Trump voert nu een ingrijpende dereguleringsagenda voor het financiële stelsel, met verlaging van de kapitaaleisen voor de grootste banken en afschaling van het toezicht. Voor Amerikaanse banken bewegen de kapitaaleisen daardoor richting het Europese niveau, omdat zij tot nu toe juist zwaardere kapitaaleisen kenden. In Europa pleiten bankenkoepels ook voor lagere kapitaaleisen en minder regeldruk, onder meer vanwege een vermeend concurrentienadeel ten opzichte van Amerikaanse banken. Het is verstandig dat de Europese Commissie zich vooral richt op harmonisering en vereenvoudiging om de slagkracht van Europese banken te vergroten. Bij versoepeling van kapitaaleisen als reactie op buitenlandse deregulering dreigt een *race to the bottom*, die de kredietverlening juist kan schaden en de financiële stabiliteit vermindert.

De groei van de niet-bancaire financiële sector verschuift risico's naar een minder goed zichtbaar deel van het financiële stelsel. Mede door de aanscherping van het bankentoezicht heeft in het financiële stelsel een substantiële verschuiving plaatsgevonden van activiteiten van banken naar niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's). De groei van de niet-bancaire financiële sector vergroot de financieringsmogelijkheden en is maatschappelijk wenselijk als risico's terechtkomen bij partijen die verliezen kunnen dragen. Een mogelijk probleem is echter dat risico's bij NBFI's, zoals *private credit*-fondsen, onvoldoende zichtbaar zijn en alsnog kunnen doorwerken in het bredere financiële stelsel. Om systeemrisico's goed te kunnen beoordelen is een stelselbrede benadering nodig met meer inzicht in schuldposities, onderlinge blootstellingen en internationale verwevenheden binnen de niet-bancaire sector.

De markt voor stablecoins is nu nog klein, maar deze kan bij bredere adoptie leiden tot financiële stabiliteitsrisico's. Stablecoins zijn cryptomunten die beogen inwisselbaar te zijn tegen 1 euro of 1 dollar. De markt is nog klein, maar met name dollar-stablecoins worden steeds vaker gebruikt als alternatief voor bankrekeningen en internationale betalingen. Op dit moment lijkt een scenario met lage adoptie van stablecoins in Europa het meest aannemelijk, maar het is belangrijk stablecoins nu al goed te reguleren. Bij verdere adoptie van stablecoins ontstaan namelijk nieuwe financiële stabiliteitsrisico's. Zo kan bij verlies van vertrouwen in een stablecoin een plotselinge uitstroom ontstaan, waardoor uitgevers van stablecoins snel reserves moeten verkopen. Dit kan prijsdalingen versterken en overslaan naar banken via uitstroom van aan stablecoin gekoppelde banktegoeden. De Europese verordening MiCAR ondervangt meerdere van deze risico's. Regelmatige toetsing van de regelgeving is wenselijk om de ontwikkelingen in deze markt te volgen.

1 Inleiding

Op verzoek van de Tweede Kamer, op aanbeveling van de commissie-De Wit, brengt het Centraal Planbureau (CPB) sinds 2012 een jaarlijkse risicorapportage financiële markten uit. Het doel van deze rapportage is het in kaart brengen van de belangrijkste risico's in het financiële stelsel die kunnen doorwerken op de reële economie en vice versa. De focus ligt op de risico's voor de Nederlandse economie en financiële sector. Nederland is sterk afhankelijk van ontwikkelingen in de rest van de wereld. Daarom hebben we met name aandacht voor risico's die op Europees en mondiaal niveau spelen.

Deze rapportage komt uit in een periode waarin de internationale verhoudingen onder druk staan. De gevolgen van de gespannen geopolitieke verhoudingen zijn onzeker, maar kunnen leiden tot verdere fragmentatie van de wereldeconomie en structurele veranderingen in het internationale financiële stelsel. In deze rapportage behandelen we enkele van de belangrijkste risico's voor Nederland. In hoofdstuk 2 bespreken we de risico's die samenhangen met de huidige geopolitieke spanningen en de snelle ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie en de financiering daarvan. Ook komt de weerbaarheid van de Nederlandse economie in het licht van deze risico's aan bod. In hoofdstuk 3 gaan we in op de rol van financiële regulering in een veranderende wereld. We bespreken het spanningsveld waar het financiële toezicht mee te maken heeft, met enerzijds de roep om regulering en anderzijds de verschuiving naar niet-bancaire instellingen. We besteden daarnaast ook aandacht aan de ontwikkelingen rondom stablecoins.

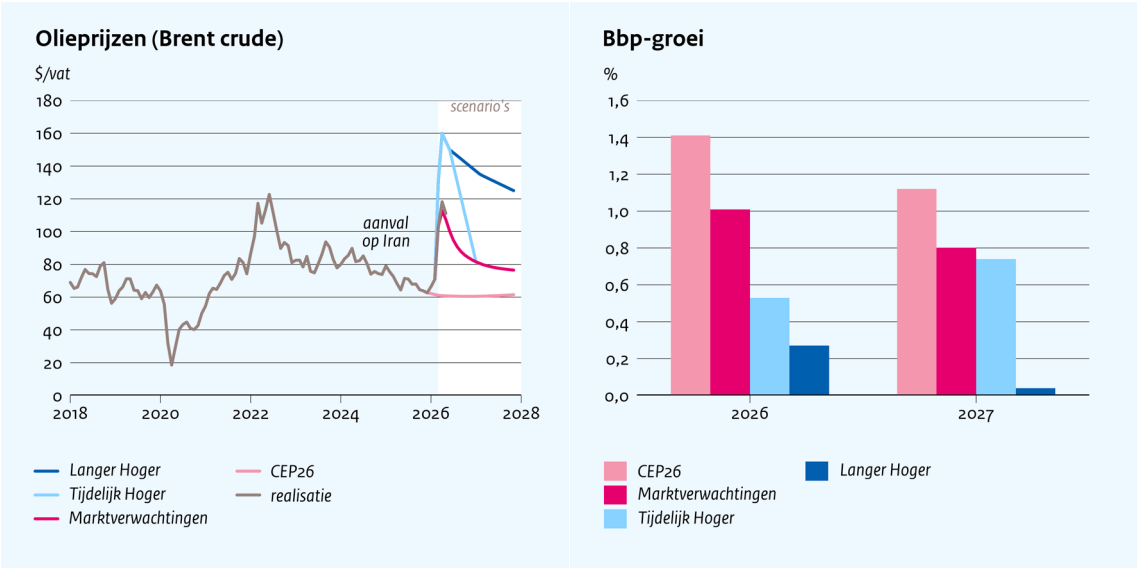
2 Algemeen risicobeeld

De wereld wordt geconfronteerd met een zeer hoge mate van onzekerheid. Geopolitieke spanningen nemen al jaren toe en kunnen abrupt escaleren, met directe gevolgen voor financiële markten en de reële economie. Daarnaast scheppen technologische ontwikkelingen op het gebied van AI nieuwe verwachtingen, maar daarmee ook onzekerheden over de economische vooruitzichten. Dit hoofdstuk schetst eerst het macro-economisch beeld van Nederland. Vervolgens komt een aantal neerwaartse risico's voor de financiële stabiliteit aan bod. Ten slotte wordt de weerbaarheid van de Nederlandse economie in het licht van deze risico's besproken. Bij de weerbaarheid van de financiële instellingen en overheden wordt hierbij ook het Europese perspectief meegenomen, vanwege de sterke verwevenheid met het Nederlandse financiële stelsel.

2.1 Macro-economisch beeld

Naar verwachting groeit de Nederlandse economie de komende jaren, maar de mondiale situatie brengt grote onzekerheid met zich mee. In 2025 trok de economische groei in Nederland aan. Dit kwam voornamelijk door toenemende groei in consumptie van huishoudens en gestegen uitvoer. De groei van de uitvoer werd ondersteund door de groei van de wereldhandel, die ondanks de mondiale spanningen en handelstarieven van de VS robuust bleek. Ook de overheidsconsumptie speelde een belangrijke factor in de toegenomen economische groei. Volgens de meest recente raming van de Nederlandse economie van het CPB (2026a), het Centraal Economisch Plan (CEP), daalt de komende jaren het groeitempo van de Nederlandse economie en is de groei meer binnenlands gedreven. Door de wereldwijde spanningen, waaronder de oorlog in de Golfregio, gaat de raming met veel onzekerheid gepaard. Energieprijzen zijn de afgelopen maanden flink gestegen (figuur 2.1, links). In een scenario-analyse laat het CPB (2026b) zien dat een aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten kan zorgen voor verder stijgende energieprijzen, lagere uitvoer, minder consumptie en minder investeringen. Daardoor zou de economische groei een stuk lager kunnen uitvallen (figuur 2.1, rechts).

Figuur 2.1 De oorlog in het Midden-Oosten drijft energieprijzen op en kan de economische groei afremmen

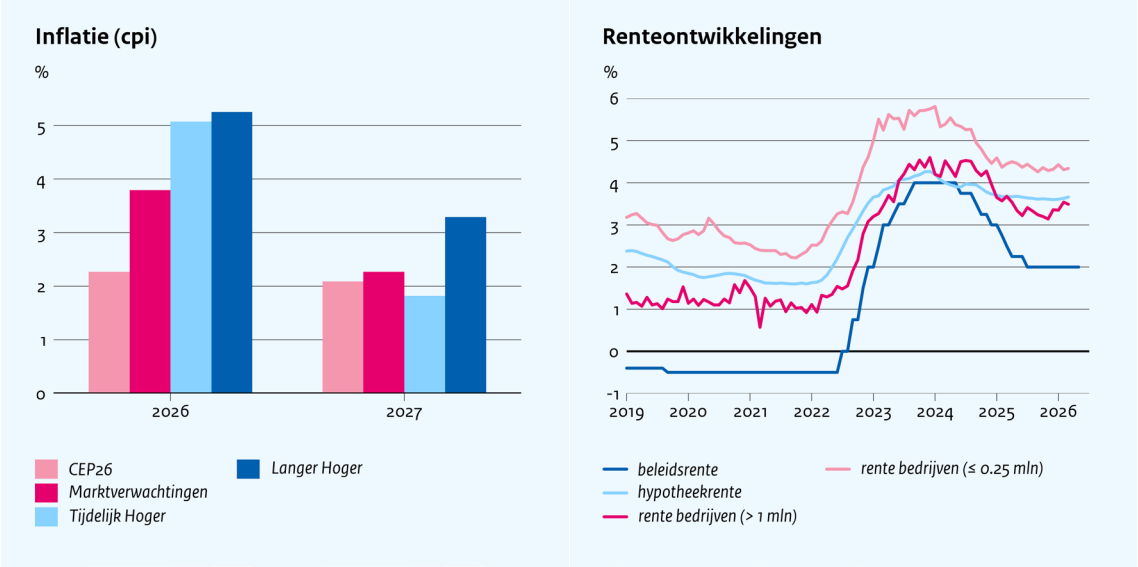


Figuurnoot: De linkerfiguur laat de spotprijs van olie zien. De rechterfiguur toont de verwachte bbp-groei in Nederland volgens de meest recente raming van de Nederlandse economie, het Centraal Economisch Plan (CEP). Daarnaast worden in beide figuren drie scenario's van hogere energieprijzen uitgelicht. Het scenario *Marktverwachtingen* gaat uit van marktverwachtingen met een beperkte en tijdelijke prijsstijging. In het

scenario *Tijdelijk Hoger* zijn de energieprijzen tijdelijk verhoogd door aanhoudende geopolitieke spanningen. Het scenario *Langer Hoger* gaat uit van een langdurige en sterkere stijging van energieprijzen door escalatie van het conflict in het Midden-Oosten.
Bron: Macrobond (links); CPB (2026b) (rechts)

Een stijging van de energieprijzen door aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten zorgt voor hogere inflatie. In het CEP raamde het CPB (2026a) nog een verdere daling van de Nederlandse inflatie tot 2,1% in 2027. Dat was gebaseerd op verwachtingen van lagere loongroei, minder hard stijgende huren en een lagere voedsel- en energieprijs op de wereldmarkt (figuur 2.2, links, *CEP26*-scenario). Sinds de oorlog in Iran is de raming van deze prijsontwikkeling echter met grote onzekerheid omgeven. Een aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten kan energieprijzen verder en langdurig opdrijven. Deze zullen vervolgens doorwerken in het algemeen prijspeil. Volgens de scenario-analyse van het CPB (2026b) kan een aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten in 2026 tot wel 3%-punt hogere inflatie leiden (figuur 2.2, links). De beleidsrente van de Europese Centrale Bank (ECB) is de afgelopen jaren gedaald naar 2%, na een eerdere stijging als reactie op de energiecrisis door de Russische inval in Oekraïne (figuur 2.2, rechts). Hogere (energie)prijzen kunnen leiden tot hogere looneisen en doorwerken in inflatieverwachtingen. Daarmee bestaat de mogelijkheid dat de ECB de rentes verhoogt om de prijsstabiliteit te waarborgen.

Figuur 2.2 Inflatie kan hoger uitvallen door hogere energieprijzen (links); na een daling hebben rentes zich vooralsnog gestabiliseerd (rechts)



Figuurnoot: De linkerfiguur toont de verwachte Nederlandse inflatie gemeten als de consumentenprijsindex (cpi) onder het CEP en drie scenario's van hogere energieprijzen. De figuurnoot bij figuur 2.1 beschrijft de scenario's. In het scenario *Tijdelijk Hoger* valt de inflatie in 2027 lager uit dan in het basisscenario (*CEP26*), omdat de dalende groothandelprijzen voor energie de totale inflatie doen dalen. De beleidsrente in de rechterfiguur is de depositorente (*deposit facility rate*) van de ECB. De hypotheekrente is het gemiddelde voor zuiver nieuwe hypotheekleningen.
Bron: CPB (2026b) (links); ECB (rechts); DNB (rechts); DNB (rechts)

2.2 Neerwaartse risico's

Geopolitieke spanningen

Geopolitieke spanningen vormen een grote bron van onzekerheid e kunnen langs verschillende kanalen de stabiliteit van het financiële stelsel onder druk zetten. Onder geopolitieke spanningen verstaan we de dreiging, manifestatie of escalatie van politieke, economische of militaire conflicten tussen staten. Geopolitieke schokken komen doorgaans voort uit politieke beslissingen, conflicten of spanningen die abrupt optreden en niet goed te ramen zijn op basis van beschikbare marktinformatie en economische modellen (ECB & ESRB, 2026a). We onderscheiden drie kanalen waarlangs geopolitieke schokken, zoals de oorlog in het

Midden-Oosten en sluimerende handelsconflicten, kunnen doorwerken: het reële kanaal, het financiële kanaal en het operationele kanaal (ECB & ESRB, 2026a). Aan de hand van deze indeling bespreken we de meest relevante recente ontwikkelingen. In de volgende subparagraaf, 'Ontwikkelingen in de VS', bespreken we de toegenomen risico's vanuit de VS.

Via veranderingen in reële economische activiteiten kunnen geopolitieke risico's indirect doorwerken op de financiële stabiliteit. Zowel geopolitieke onzekerheid als de escalatie van spanningen, zoals militaire conflicten en importheffingen, kunnen het vertrouwen in de economie aantasten. Dit kan leiden tot lagere bedrijfsinvesteringen en lagere uitgaven door huishoudens, waardoor de economische activiteit afneemt. Zo verwacht de ECB dat de oorlog in het Midden-Oosten, via hogere energieprijzen en toegenomen onzekerheid, het vertrouwen van producenten en consumenten aantast. Dit heeft bijgedragen aan een neerwaartse bijstelling van de economische groeiverwachtingen voor de eurozone (ECB, 2026b). De financiële stabiliteit kan hierdoor onder druk komen te staan, doordat kredietrisico's toenemen en de waarde van activa daalt. Bovendien kunnen financiële instellingen voorzichtiger worden in hun kredietverlening, wat de economische groei verder kan beperken (ECB & ESRB, 2026a). De mate waarin dergelijke reële schokken doorwerken naar de financiële sector hangt mede af van de blootstelling van financiële instellingen aan risicovolle regio's. Zo zijn Europese banken direct blootgesteld aan het Midden-Oosten. Deze blootstelling is beperkt en voor Europa gelijk aan 132 mld euro, minder dan 0,5% van de totale bankactiva (EBA, 2026).

Een voorbeeld van een reëel kanaal is de technologie- en AI-sector, die bijzonder kwetsbaar is voor geopolitieke fragmentatie. Datacenters zijn zeer energie-intensief en worden minder rendabel bij stijgende energieprijzen, bijvoorbeeld door het conflict in het Midden-Oosten. Daarnaast is deze sector afhankelijk van de toegang tot essentiële componenten en grondstoffen, waarvan de toeleveringsketens al onder druk staan. Zo zijn chipfabrikanten in Zuid-Korea en Taiwan in grote mate afhankelijk van olie, gas en helium uit het Midden-Oosten (Parikh, 2026). Ook spanningen tussen Taiwan en China vormen een risico voor wereldwijde chipleveringen. Een blokkade of invasie zou mondiale toeleveringsketens kunnen stilleggen en daarmee economische groei en prijsstabiliteit kunnen raken. De subparagraaf 'De opkomst van AI' gaat naast deze reële risico's verder in op de financiële risico's vanuit deze sector.

De onzekerheid en volatiliteit die gepaard gaan met geopolitieke spanningen kunnen financiële markten destabiliseren. Door de onzekerheid over toekomstige ontwikkelingen worden beleggers voorzichtiger: zij eisen hogere risicopremies en verschuiven hun portefeuille naar veiligere beleggingen. Tegelijkertijd kan een toename van volatiliteit zorgen voor snelle herwaarderingen van activa. Dit kan leiden tot liquiditeitsstress wanneer beleggers plots extra geld moeten bijstorten als de waarde van hun investeringen daalt. De financiële positie van financiële instellingen kan verzwakken via waardedalingen van activa, kredietverliezen en liquiditeitsstress. Dat kan ertoe leiden dat financiële instellingen voorzichtiger worden met het uitlenen van geld aan huishoudens en bedrijven, en ook onderling via de interbancaire markt.

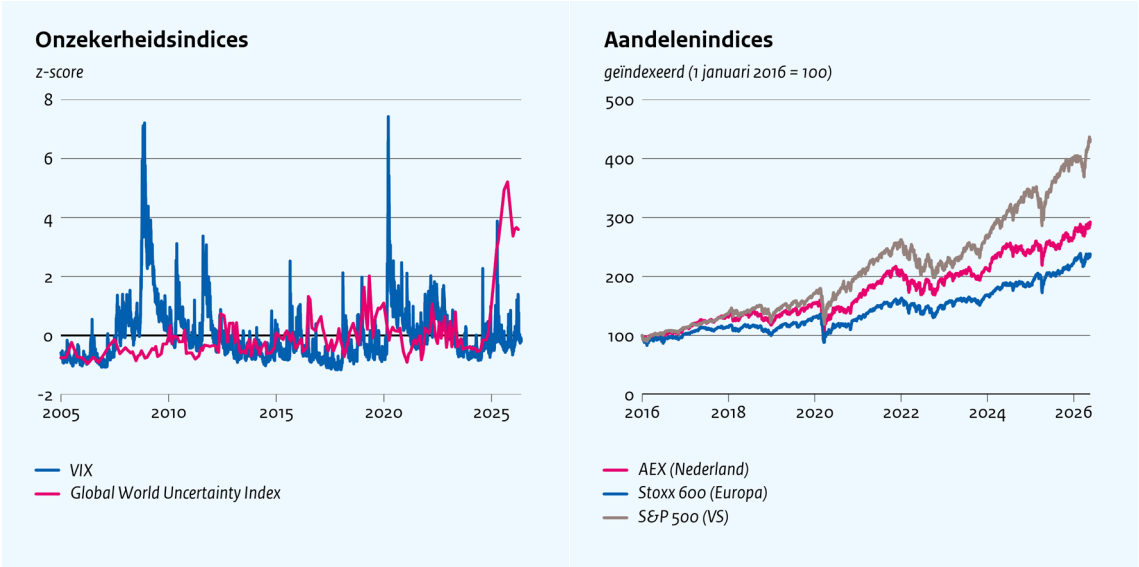
Cyberdreigingen en digitale afhankelijkheden vormen operationele risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Met de toename van geopolitieke spanningen is het aantal cyberaanvallen de afgelopen jaren hoog, zowel door statelijke als niet-statelijke actoren (ECB, 2025a). Cyberaanvallen kunnen direct gericht zijn op financiële instellingen, of ze kunnen financiële instellingen indirect raken. Dat kan bijvoorbeeld als een kritieke dienstverlener wordt getroffen, zoals een netwerkprovider, of vitale infrastructuur, zoals de energiesector (DNB, 2024b). Daarnaast is de financiële sector sterk afhankelijk van (veelal) niet-Europese IT-dienstverleners. Zo is het aandeel kritieke ICT-contracten dat wordt uitbesteed aan aanbieders buiten de Europese Unie (EU) gestegen van 22% naar 27% in 2023.[1] Tegelijkertijd is een groot deel van de kritieke externe ICT-contracten moeilijk of zelfs onmogelijk te vervangen, wat de afhankelijkheid van deze aanbieders verder

[1] Deze aanbieders komen vooral uit het Verenigd Koninkrijk (VK), de VS en India.

vergroot (ECB, 2025c). Deze digitale afhankelijkheid vormt een systeemrisico voor het financiële stelsel, omdat verstoringen bij één provider grote delen van het financiële verkeer kunnen platleggen (DNB & AFM, 2025). Verder kunnen nieuwe AI-toepassingen zoals *Mythos* van het bedrijf Anthropic, een geavanceerd AI-model om softwarekwetsbaarheden op te sporen, bijdragen aan de versnelling van cyberaanvallen op het financiële systeem. Om zowel het risico op cyberdreigingen als de kwetsbaarheid door digitale afhankelijkheden beter onder controle te krijgen, heeft de ECB digitale weerbaarheid gemarkeerd als beleidsprioriteit (ECB, 2026c). Daarnaast is sinds 2025 de Digital Operational Resilience Act[2] (DORA) van kracht, met als doel de digitale operationele weerbaarheid van het financiële stelsel te versterken. Ook verkleinen de digitale euro en initiatieven als Wero[3] de afhankelijkheid van niet-Europese dienstverleners als Visa en Mastercard.

Financiële markten blijven ondanks aanhoudende onzekerheid relatief rustig, maar een omslag in het sentiment bij beleggers kan gepaard gaan met fikse marktcorrecties. De macro-economische onzekerheid is hoog, zoals ook wordt weerspiegeld door de *Global World Uncertainty Index* (figuur 2.3, links). Toch staat de VIX-index, die de nervositeit op de financiële markten weerspiegelt, op een gemiddeld niveau. Tegelijkertijd noteren aandelenkoersen op historisch hoge niveaus, met name in de VS (figuur 2.3, rechts). Geopolitieke risico's vergroten de kans op economische krimp en kunnen het vertrouwen in de economie onder druk zetten, wat financiële instabiliteit kan veroorzaken. Opvallend is dat financiële markten tot nu toe slechts beperkt hebben gereageerd op recente geopolitieke schokken. Toenames in financiële onzekerheid bleken bovendien meestal van korte duur (ECB & ESRB, 2026a). Deze ogenschijnlijke tegenstellingen tussen hoge macro-economische onzekerheid en de relatief stabiele VIX-index kunnen erop wijzen dat financiële markten de kans op extreme negatieve scenario's (zogenoemde 'staartrisico's') onvoldoende meenemen in hun waarderingen (Andersen et al., 2025). Een plotselinge omslag in het marktsentiment kan daardoor leiden tot scherpe prijsdalingen en hogere financieringskosten. Dit benadrukt het belang van adequate regulering, zodat financiële markten weerbaar zijn tegen onverwachte schokken (ECB, 2026a).

Figuur 2.3 Er is een sterk contrast tussen de macro-economische en financieel-economische onzekerheid



Figuurnoot: De reeksen in de linkerfiguur zijn gestandaardiseerd. De veel gebruikte *Global World Uncertainty Index* meet hoe vaak (varianten van) het woord 'onzekerheid' voorkomt in landenrapporten van de Economist Intelligence Unit. De VIX-index geeft de impliciete volatiliteit op de Amerikaanse aandelenmarkt weer.
Bron: Macrobond

[2] Voor achtergrondinformatie, zie de website van de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA): link.
[3] Wero is een Europees digitaal betaalsysteem, ontwikkeld op initiatief van Europese banken. In Nederland vervangt het iDEAL.

Ontwikkelingen in de VS

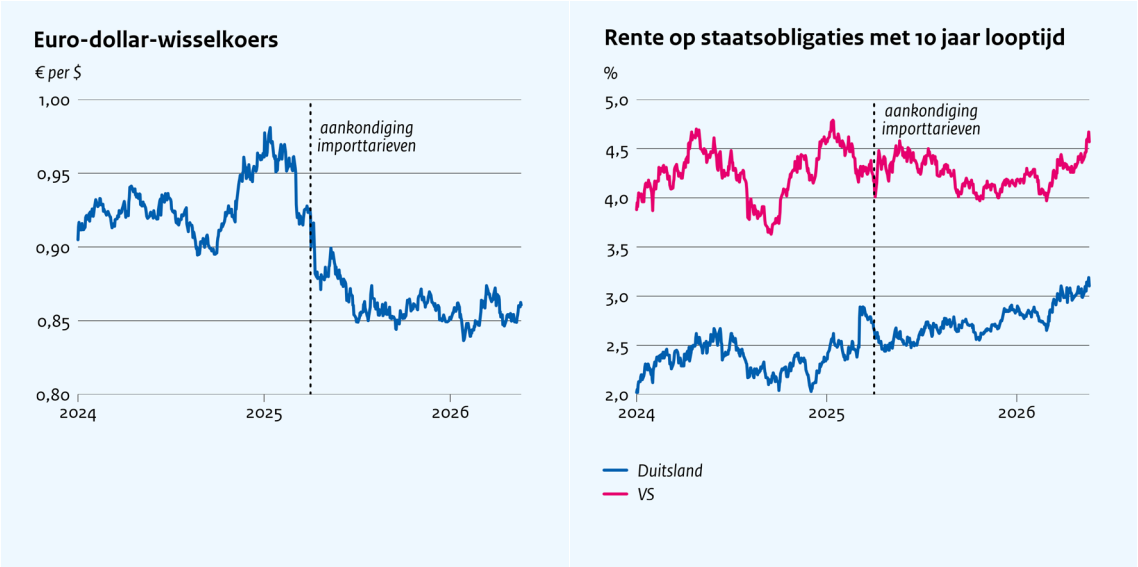
Waar de VS decennialang als een betrouwbare bondgenoot werd beschouwd, is het Amerikaanse beleid sinds het aantreden van de tweede regering-Trump erg grillig geworden. Nederland is op veel terreinen nauw verweven met de VS: op financieel en technologisch gebied, maar ook door handel en defensie (Katz et al., 2025; Meijerink et al., 2024). De onvoorspelbaarheid van het beleid van president Trump leidt tot onrust op financiële markten. Zo zorgden de aankondiging van handelstarieven, de uitspraken omtrent Groenland en de oorlog in het Midden-Oosten voor tijdelijke schommelingen in wereldwijde aandelenkoersen. Daarnaast zijn er zorgen over de onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank en schommelingen in de waarde van de dollar. Tegelijkertijd blijft Europa investeren in Amerikaanse (staats)obligaties. Deze subparagraaf beschrijft hoe de financiële stabiliteit via deze kanalen in gevaar kan komen.

De onafhankelijkheid van de Amerikaanse centrale bank staat onder toenemende politieke druk. Door de centrale rol van de VS in het mondiale financiële systeem kan onzekerheid rondom de koers van de Federal Reserve (Fed) zorgen voor hogere volatiliteit op financiële markten. De Fed heeft als wettelijke opdracht het bevorderen van maximale werkgelegenheid en prijsstabiliteit (Fed, 2026a). President Trump heeft tijdens publieke optredens herhaaldelijk aangedrongen op lagere beleidsrentes. Die kunnen op korte termijn de economische groei ondersteunen, maar gaan doorgaans gepaard met hogere inflatiedruk. Zo laat het recente voorbeeld van Turkije zien dat politieke bemoeienis met de centrale bank snel kan resulteren in een verlies van beleidsgeloofwaardigheid, met hoge inflatie en sterke depreciatie van de valuta als gevolg (Binder, 2021; Gürkaynak et al., 2023; IMF, 2025b). Vanwege de sterke verwevenheid van de Europese financiële sector met internationale kapitaalmarkten en de dominante rol van de dollar, kan verminderde onafhankelijkheid van de Fed leiden tot meer onrust op financiële markten. Die kan via internationale kapitaalstromen en hogere financieringskosten ook Europa bereiken (De Guindos, 2019; Miranda-Agrippino & Rey, 2020).

Schommelingen in de positie van de dollar hebben invloed op de waarde van financiële posities, maar vormen geen acuut risico voor het financiële stelsel. De dollar fungeert als dominante valuta in het internationale betalingsverkeer: ongeveer 50% van de internationale SWIFT-transacties wordt in dollars afgerekend (Bertraut et al., 2025). Ook in Nederland wordt een substantieel deel van de internationale handel in dollars betaald en zijn financiële instellingen blootgesteld aan veranderingen in de wisselkoers (Katz et al., 2025).[4] Tussen 2025 en 2026 is de dollar ongeveer 11% in waarde verloren ten opzichte van de euro (figuur 2.4, links). Nederlandse banken zijn verplicht hun wisselkoersschommelingen te beheersen, maar de kosten hiervan stijgen bij hogere wisselkoersvolatiliteit.

[4] Nederlandse financiële instellingen hebben meer bezittingen dan schulden in dollars, waardoor zij per saldo een netto vorderingspositie in dollars hebben.

Figuur 2.4 De waarde van de dollar ten opzichte van de euro is sinds begin 2025 gedaald

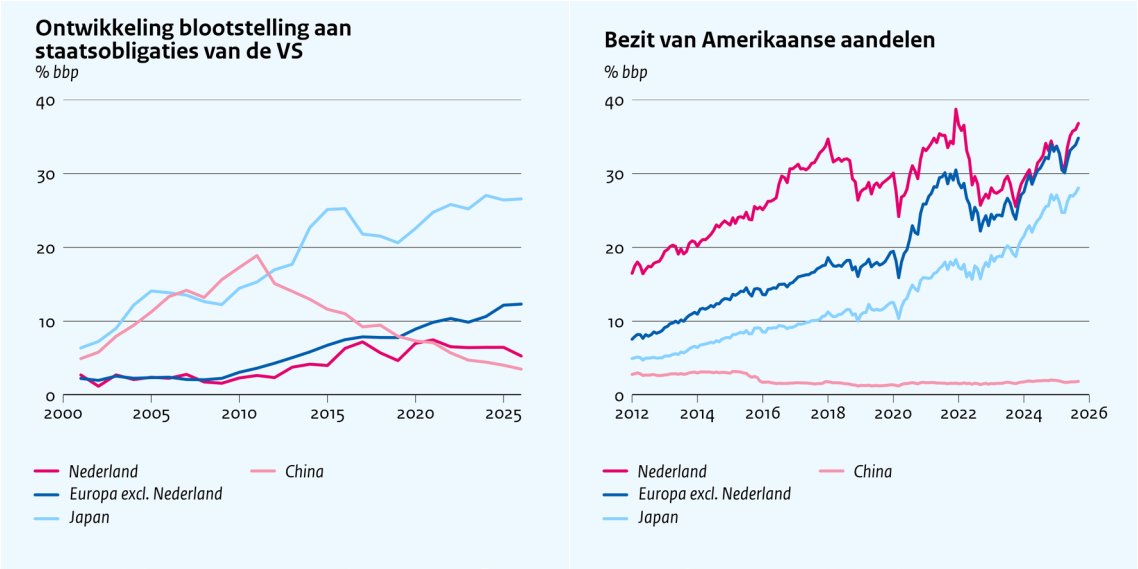


Figuurnoot: De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd, zijn bijgewerkt tot en met 21 mei 2026.
Bron: Macrobond

Europa blijft investeren in Amerikaanse activa, ondanks de onzekerheid die voortkomt uit de VS. De Amerikaanse staatsschuld is sinds de coronacrisis sterk gestegen en bedroeg in 2025 ongeveer 123% bbp. In absolute termen is dit de grootste overheidsschuld ter wereld. Europese beleggers houden grote posities in Amerikaanse staatsobligaties aan. Eind 2025 bezat Europa meer dan 9% van deze schuld, wat overeenkomt met ongeveer 12% van het Europees bbp (figuur 2.5, links).[5] Daarnaast houden Europese beleggers aanzienlijke posities in Amerikaanse aandelen aan, wat de financiële verwevenheid verder vergroot (figuur 2.5, rechts). Als beleggers deze activa als minder veilig gaan zien, bijvoorbeeld doordat Amerikaanse overheidsschulden fors oplopen of het beleid van de Amerikaanse overheid onzeker is, kan dat tot onrust op financiële markten zorgen. Amerikaanse staatsobligaties worden beschouwd als de mondiale veilige haven op financiële markten. Er is echter wel sprake van een geleidelijke verschuiving in het afgelopen decennium. Amerikaanse staatsobligaties hebben hun dominante rol behouden, maar hun bijzondere status is iets afgenomen. Beleggers lijken namelijk hogere vergoedingen te eisen om Amerikaanse staatsobligaties aan te houden, wat wijst op een relatieve daling in aantrekkelijkheid ten opzichte van andere veilige activa (W. Du, 2026; W. Du et al., 2025; IMF, 2025a).[6] Dit patroon deed zich ook voor tijdens de aankondiging van de Amerikaanse handelstarieven in april 2025. De rendementen op Amerikaanse staatsobligaties stegen toen in plaats van te dalen en de dollar verloor aan waarde (figuur 2.4), wat afwijkt van het gebruikelijke gedrag van deze veiligehavenactiva (ECB, 2025b).

[5] Met zo'n 5% bbp heeft Nederland een relatief kleine (en dalende) blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties. Van deze blootstelling bezitten banken en pensioenfondsen het grootste aandeel (Katz et al., 2025).
[6] Deze relatieve daling in aantrekkelijkheid kan worden gemeten met de *cross-border convenience yield*. Deze geeft aan hoeveel lager het rendement op Amerikaanse staatsobligaties is ten opzichte van vergelijkbare staatsobligaties van andere grote economieën. Het weerspiegelt daarmee de mate waarin beleggers bereid zijn een premie te betalen voor de veiligheid en liquiditeit van de Amerikaanse staatsobligaties (IMF, 2025a).

Figuur 2.5 De blootstelling van Europa aan Amerikaanse staatsschulden (links) en aandelen (rechts) neemt toe



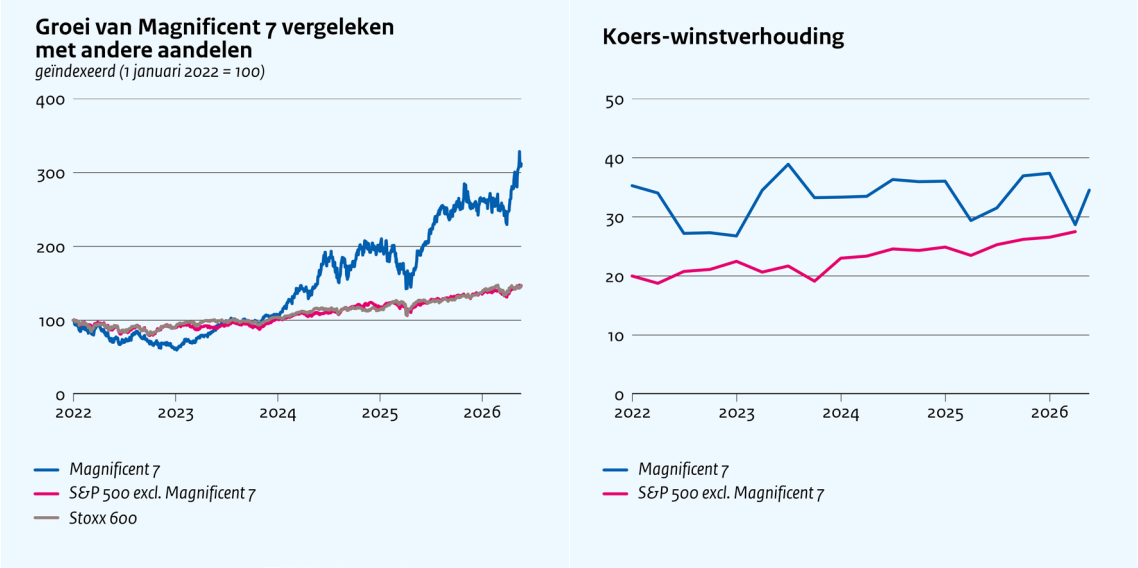
Figuurnoot: De linkerfiguur toont de posities van Amerikaanse staatsschuld aan het einde van ieder jaar in Nederland, Europa (exclusief Nederland), Japan en China. Het beeld voor Europa wordt iets vertekend door de aanwezigheid van effectenbewaarinstelling Euroclear in België. Wanneer België uit de Europese reeks exclusief Nederland wordt gehaald, valt de omvang van Amerikaanse staatsobligaties ten opzichte van het bbp eind 2025 ongeveer 1%-punt lager uit.
Bron: U.S. Department of the Treasury (links); Fed (rechts); IMF; CPB-berekening

De opkomst van AI

De snelle opkomst van AI gaat gepaard met een sterke toename van waarderingen in een beperkt aantal technologiebedrijven. Het AI-landschap wordt gekenmerkt door een klein aantal grote Amerikaanse beursgenoteerde technologiebedrijven, waaronder de Magnificent 7,[7] en een groep opkomende bedrijven, zoals OpenAI en Anthropic, die niet publiek-verhandelbaar zijn.[8] De aandelenkoersen van de Magnificent 7 zijn de afgelopen jaren sterk gestegen (figuur 2.6, links). Daarmee hebben deze bedrijven een steeds groter gewicht in de totale aandelenmarkt verworven.[9] De relatief hoge koers-winstverhoudingen weerspiegelen de verwachting dat AI-investeringen zich in de toekomst vertalen in sterke winstgroei (figuur 2.6, rechts). Bovendien beschikken deze bedrijven al over succesvolle bedrijfsmodellen en genereren zij daadwerkelijk winst, wat de hogere waarderingen deels rechtvaardigt.

[7] De Magnificent 7 bestaat uit Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla. Deze bedrijven richten zich op verschillende onderdelen van de AI-waardeketen. Met name Microsoft, Alphabet en Meta investeren sterk in de ontwikkeling van AI-modellen en -software. Amazon en Microsoft concentreren zich daarnaast op AI-infrastructuur, terwijl Nvidia gespecialiseerd is in het ontwerpen van chips. Tot slot investeren Apple en Tesla vooral in de toepassing van AI-technologieën binnen hun producten en diensten.
[8] Private start-ups worden in grote mate gefinancierd met durfkapitaal. Inmiddels gaat 61% van het wereldwijde durfkapitaal naar AI-bedrijven, een verdubbeling ten opzichte van 2022 (OECD, 2026b).
[9] Het aandeel van de marktkapitalisatie van de S&P 500 dat bestaat uit Magnificent 7-bedrijven nam tussen december 2020 en december 2025 toe van 28,5% naar 36,0% (bron: Macrobond, CPB-berekening).

Figuur 2.6 Hoge waarderingen van Amerikaanse technologiebedrijven wijzen op hoge winstverwachtingen



Figuurnoot: De S&P 500 is een aandelenindex van de grootste 500 Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven. De Stoxx 600 is de Europese tegenhanger voor de grootste 600 Europese beursbedrijven. De koers-winstverhouding in de rechterfiguur is de verhouding tussen de beurskoers van een bedrijf ten opzichte van de winst over de afgelopen twaalf maanden. De ratio's zijn gewogen naar marktkapitalisatie.
Bron: Macrobond (links); CPB-berekening (links); Macrotrend (rechts)

Amerikaanse technologiebedrijven investeren massaal in AI, maar de vraag is of de verwachte opbrengsten de investeringen rechtvaardigen. Voor 2026 wordt verwacht dat grote technologiebedrijven Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta en Oracle gezamenlijk zo'n 660 mld dollar investeren in AI, een stijging van circa 75% ten opzichte van 2025 (Gunther & Serrano Ascandoni, 2026). Deze investeringen gaan gepaard met aanzienlijke onzekerheid over de uiteindelijke opbrengsten, die afhangen van de snelheid van adoptie, de houdbaarheid van verdienmodellen en de onderlinge concurrentie. Daarnaast bestaan er zorgen dat de chips in datacenters sneller economisch verouderen dan voorzien, waardoor AI-bedrijven verliezen in hun boeken moeten opnemen. Ten slotte wordt de AI-sector gekenmerkt door circulaire investeringsstructuren, waarbij bedrijven investeren in hun afnemers, die vervolgens hun producten of infrastructuur gebruiken (IMF, 2026a).[10] Dergelijke constructies kunnen de vraag tijdelijk versterken, maar ook leiden tot vertekende marktsignalen over de onderliggende vraag naar AI-toepassingen.

Grote technologiebedrijven financieren zich in toenemende mate met schuld, deels via constructies met beperkte transparantie. Traditioneel financierden grote technologiebedrijven investeringen grotendeels uit operationele kasstromen, maar AI-investeringen zijn inmiddels zo omvangrijk dat deze bedrijven nu vaker schuld aangaan (Aldasoro et al., 2026).[11] Een groeiend deel van deze schulden wordt gefinancierd via *private credit*. Dit zijn niet-bancaire bedrijfsleningen die niet op een beurs kunnen worden verhandeld.[12] In 2025 bedroeg de totale omvang van dit type kredietverstrekking naar AI-gerelateerde bedrijven 200 mld dollar. Dit zal naar verwachting in 2030 tussen de 300 en 600 mld dollar liggen (Aldasoro et al., 2026). Daarnaast maken bedrijven regelmatig gebruik van speciale entiteiten buiten de balans (BIS, 2026).[13] Deze constructies, ook wel *shadow debt* genoemd, zijn verplichtingen die economisch gezien vergelijkbaar zijn met schuld, maar

[10] Een illustratief voorbeeld hiervan is Nvidia, dat 30 mld investeert in OpenAI om de bouw van een datacenter te financieren, dat dan gevuld kan worden met chips van Nvidia (Hammond & Acton, 2026).
[11] Ter illustratie: Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft en Oracle hebben in 2025 ruim 100 mld dollar aan bedrijfsobligaties uitgegeven, tegenover zo'n 20 mld in 2024 (BIS, 2026).
[12] Paragraaf 3.4 gaat nader in op de risico's die gepaard gaan met *private credit*.
[13] Dit houdt in dat een AI-bedrijf infrastructuur, zoals een datacenter, financiert via aparte bedrijven of joint ventures met leningen van private investeerders, waarbij het zelf een klein aandeel houdt en langlopende lease- of capaciteitsovereenkomsten afsluit.

grotendeels buiten de balans van het bedrijf vallen. Ze gaan daarmee ten koste van de transparantie van de risico's voor beleggers en toezichthouders.

Complexe financieringsstructuren vormen een risico voor de financiële stabiliteit, doordat ze afhankelijkheden en kwetsbaarheden verbergen. De toenemende schuldfinanciering van technologiebedrijven, deels via complexe en minder transparante constructies, vergroot de kwetsbaarheid voor tegenvallende resultaten (Van Nieuwerburgh, 2026). Door de complexiteit van deze financieringsstructuren kunnen risico's moeilijker worden ingeschat en zich potentieel breder manifesteren in het financiële systeem. Ook het Nederlandse financiële stelsel kan hierdoor geraakt worden. Zo beleggen Nederlandse pensioenfondsen in 2023 naar schatting zo'n 12% van hun beleggingen in *private assets*, waarvan een groot deel private equity (DNB, 2024a). De exacte blootstelling aan *private credit* is echter niet exact te bepalen met bestaande toezichtrapportages.[14] Meer toezicht op *private credit*-fondsen zou eraan bijdragen om meer grip te krijgen op risicoblootstellingen van de AI-sector. Dit wordt in paragraaf 3.4 verder besproken.

Tegelijkertijd brengt een scenario waarin AI-toepassingen zeer succesvol blijken eveneens aanpassingskosten met zich mee. AI-bedrijven concurreren met meer traditionele software-, data-, en cybersecuritybedrijven. Zo is de software-index van S&P in de eerste vier maanden van 2026 met zo'n 15% gedaald (FT, 2026). *Private credit*-fondsen zijn daarbij sterk blootgesteld aan bedrijven die *Software as a service* (SaaS) aanbieden: eind 2025 was ongeveer 19% van hun uitstaande leningen verstrekt aan deze softwarebedrijven (BIS, 2026).[15] Ook kunnen zich onverwachte AI-successen voordoen bij relatief onbekende bedrijven, wat de bedrijfsmodellen van de meer gevestigde technologiebedrijven onder druk zet. Dergelijke innovaties passen in beginsel binnen een proces van creatieve destructie en kunnen bijdragen aan productiviteitsgroei. Ze kunnen echter gepaard gaan met grote koersdalingen op financiële markten wanneer de winstgevendheid van hooggewaardeerde ondernemingen onder druk komt te staan. Deze onzekerheid vertaalt zich ook naar kredietmarkten, waar recent de druk op *private credit*-fondsen is toegenomen (Gara et al., 2026). Ongeacht het uiteindelijke succes van AI en welke ondernemingen zich als winnaars zullen manifesteren, ligt het voor de hand dat sommige bedrijven profiteren, terwijl andere marktaandeel verliezen of uit de markt worden gedrukt. Deze herverdeling van winsten onderstreept het belang van adequaat risicomanagement om grote verliezen op portefeuilleniveau te beperken.

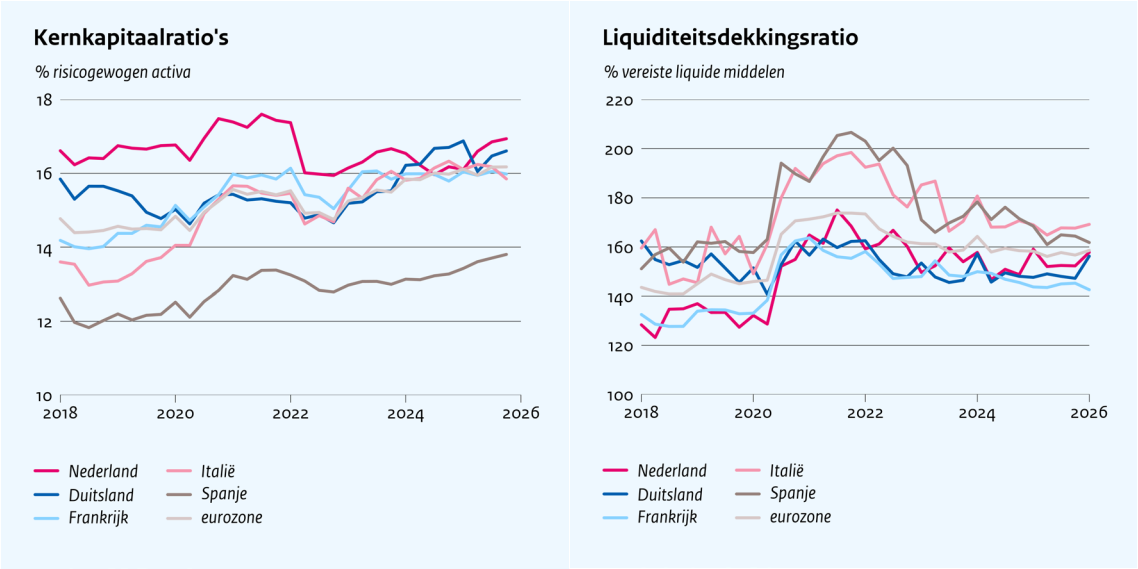
2.3 Weerbaarheid

Financiële instellingen

Europese banken zijn goed in staat om een schok op te vangen. Banken in Nederland en de rest van Europa hebben solide kapitaal- en liquiditeitsbuffers (figuur 2.7). Juist in tijden van grote macro-economische onzekerheid is het van belang dat banken voldoende buffers aanhouden om verliezen op te kunnen vangen en de kredietverlening aan de economie te blijven ondersteunen. De goede uitgangspositie van banken werd bevestigd door de tweejaarlijkse stresstest van de European Banking Authority (EBA), uitgevoerd in samenwerking met de ECB. Hierbij werd de weerbaarheid van Europese banken onder ongunstige macro-economische scenario's getest (EBA, 2025). Tegelijkertijd staat deze goede uitgangspositie onder druk door de huidige roep om afzwakking van de financiële regelgeving. Paragraaf 3.3 gaat hier nader op in.

[14] *Private assets* omvatten beleggingen in private equity, *private credit* en infrastructuur. De Nederlandsche Bank onderzoekt momenteel de blootstelling van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars aan *private assets* (Clahsen & Van der Korst, 2025). Daarnaast bestaat ongeveer 43% van de aandelenportefeuille van pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen uit technologiebedrijven, waarvan circa de helft uit aandelen van de Magnificent 7 (DNB, 2025c).
[15] *Software as a service* (SaaS) is software die als online dienst wordt aangeboden.

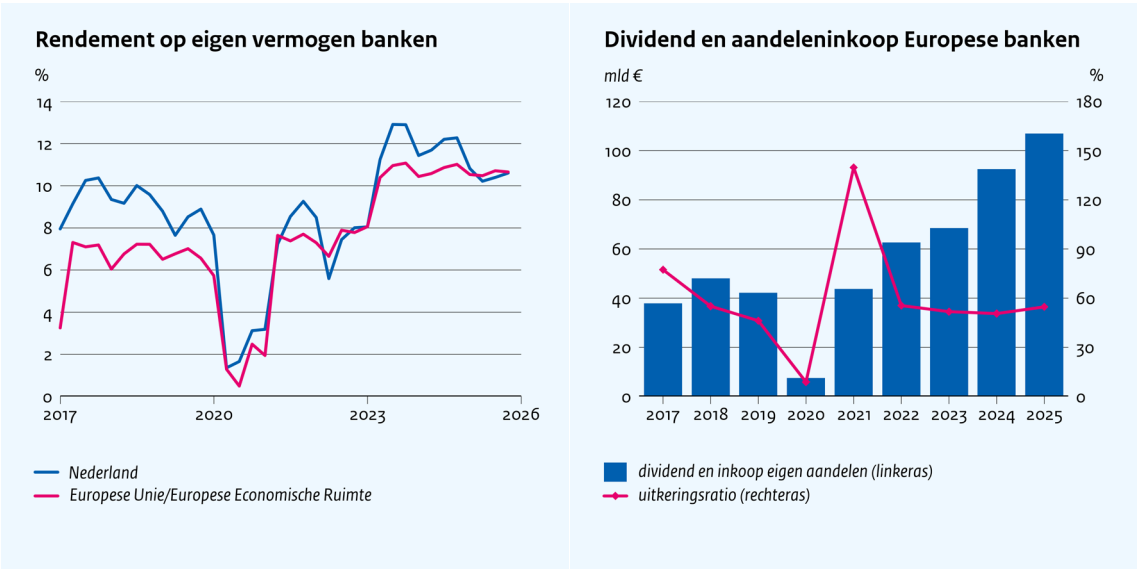
Figuur 2.7 Europese banken beschikken over solide kapitaal- en liquiditeitsposities



Figuurnoot: De figuren tonen de kernkapitaalratio's en liquiditeitsdekkingsratio's van de grootste banken in verschillende Europese landen. De kernkapitaalratio wordt berekend als het *common tier-1* eigen vermogen als percentage van de risicogewogen bezittingen. De liquiditeitsdekkingsratio (*liquidity coverage ratio*) geeft de verhouding tussen de liquide middelen en de netto-uitstroom van kasmiddelen in een termijn van dertig dagen. Volgens Basel-richtlijnen moet deze verhouding minimaal 100% bedragen.
Bron: ECB (links); ECB (rechts)

De toegenomen winstgevendheid van Europese banken ondersteunde de opbouw van kapitaalbuffers, maar leidde ook tot aanzienlijke winstuitkeringen aan aandeelhouders. Europese banken hadden de afgelopen jaren hoge winsten, met een rendement op eigen vermogen van zo'n 11% in 2025 (figuur 2.8, links). De netto-rentebaten van Europese banken zijn weliswaar wat gedaald, maar de winstgevendheid bleef op peil door overige inkomsten en kostenbesparingen (EBA, 2024b). Die winstgevendheid is terug te zien in de sterk toegenomen dividenduitkeringen en inkoop van eigen aandelen (figuur 2.8, rechts). De afgelopen jaren werd ongeveer de helft van de bankwinsten uitgekeerd aan aandeelhouders. De ingehouden winsten zijn gebruikt om de kapitaalpositie te verbeteren, wat banken ook meer ruimte geeft om risicovollere leningen uit te geven.

Figuur 2.8 De winstgevendheid van Europese banken is de afgelopen jaren gestegen



Figuurnoot: De linkerfiguur toont het rendement op eigen vermogen (*return on equity*) en is een maat van winstgevendheid. De rechterfiguur toont de uitkeringen in de vorm van dividend en aandeleninkoop in mld euro's (linkeras), en de uitkeringsratio (*payout-ratio*): het percentage van de winst dat is uitgekeerd in de vorm van dividend en aandeleninkoop. Voor 2025 gaat het om voorlopige cijfers.
Bron: EBA (links); EBA (rechts)

Europese pensioenfondsen en verzekeraars hebben solide buffers om een schok op te vangen. Voor pensioenfondsen die een vaste uitkering (*defined benefit*) garanderen, is het van belang om de dekkingsgraad op peil te houden.[16] De afgelopen jaren namen door hogere lange rentes en aandelenwaarderingen de dekkingsgraden van Nederlandse en Europese pensioenfondsen aanzienlijk toe.[17] Tegelijkertijd zijn pensioenfondsen ook blootgesteld aan liquiditeitsrisico's. Zij dekken renteschommelingen doorgaans af met behulp van rentederivaten.[18] Bij plotselinge renteschommelingen kan een fonds blootgesteld worden aan *margin calls*. Hierbij moet liquide onderpand worden bijgestort, wat druk legt op de liquiditeitspositie van het fonds. Uit de resultaten van de stresstest van de Europese toezichthouder op pensioenfondsen (EIOPA) uit 2025 blijkt dat Nederlandse en Europese pensioenfondsen voldoende liquide middelen hebben om hun kaspositie onder stress te herstellen (EIOPA, 2025).[19] De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten (DNB & AFM, 2024) laten in hun stresstest wel zien dat pensioenfondsen tijdens stress-scenario's afhankelijk zijn van goed functionerende geldmarkten voor hun liquiditeitsmanagement. Uit de stresstest uit 2024, gericht op Europese verzekeraars, kwam naar voren dat geopolitieke spanningen, lagere economische groei en inflatie aanzienlijke invloed kunnen hebben op de solvabiliteit van verzekeraars, maar dat de buffers groot genoeg zijn om een schok op te vangen (EIOPA, 2024).[20] Deze stresstest signaleerde bovendien geen brede systemische kwetsbaarheden in de liquiditeitsposities van verzekeraars.

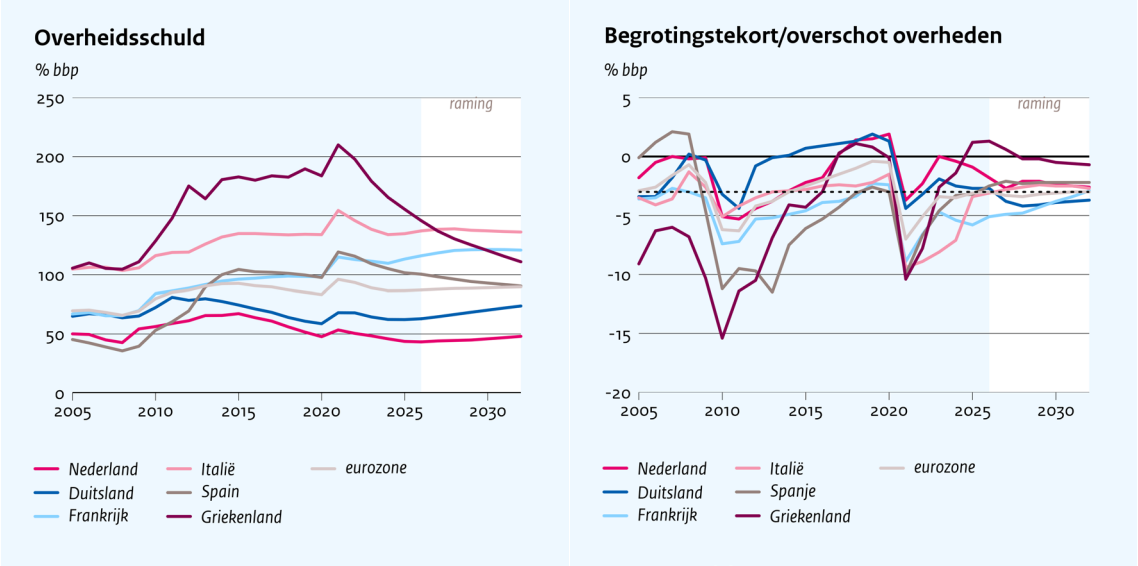
Nederlandse en Europese overheden

Hoge en oplopende overheidsschulden vormen een kwetsbaarheid voor Europa. Landen met hoge staatsschulden hebben minder ruimte om extra te lenen en zijn kwetsbaarder voor snelle rentestijgingen.[21] Bovendien hebben onzekerheidsschokken een relatief sterker negatief effect op de economische groei in deze landen (ECB & ESRB, 2026a). In 2025 was de gemiddelde overheidsschuld in de eurozone 87,1% bbp (figuur 2.9, links). Hoewel deze sinds 2020 is gedaald, is de verwachting dat voor 15 van de 21 eurozonelanden de overheidsschuldquote tussen 2025 en 2031 stijgt.[22] Verschillende onafhankelijke begrotingsinstituten uitten in een recent rapport hun twijfels over de haalbaarheid van de nationale plannen om de schuldhoudbaarheid op orde te brengen (EUIFIS, 2026). Hierdoor bestaat het risico dat de overheidsschulden hoger uitvallen dan geprojecteerd. De Nederlandse staatsschuld is nog steeds een van de laagste in de eurozone. Ook hier is echter de verwachting dat deze stijgt, voornamelijk door hogere uitgaven op het gebied van defensie, zorg en sociale zekerheid (CPB, 2026a).[23] Landen als Griekenland en Spanje zijn hun schulden aan het afbouwen. Toch zijn er ook landen waar de situatie zorgelijk is. Zo is er in Frankrijk veel politieke onrust en stijgen de schulden daar

[16] In het nieuwe Nederlandse pensioenstelsel stappen pensioenfondsen af van het *defined benefit*-model en bewegen zij richting een *defined contribution*-model.
[17] De dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen bedroeg eind 2025 129%, tegenover 127% voor Europese fondsen eind september 2025 (DNB, 2026b; EIOPA, 2026).
[18] In het nieuwe Nederlandse pensioenstelsel kiezen veel pensioenfondsen er echter voor om het renterisico voor jongere leeftijdscohorten beperkt af te dekken. Naar verwachting zullen pensioenfondsen in de toekomst dan ook minder rentederivaten gebruiken, waarmee hun liquiditeitsrisico daalt.
[19] In het ene scenario wordt aangenomen dat de rente plotseling stijgt door geopolitieke spanningen, handelsonzekerheid en verzwakking van de euro. In het andere scenario wordt een scherpe daling van de rente aangenomen, als gevolg van langdurige geopolitieke spanningen, verminderde productiviteit en een verzwakte euro.
[20] De stresstest werd uitgevoerd op basis van verschillende forse maar plausibele schokken, waaronder bijvoorbeeld een daling van aandelenprijzen van ongeveer 40% en een daling van huizenprijzen van ongeveer 9%.
[21] De periode tijdens de coronacrisis is een voorbeeld waar rentes op staatsobligaties snel stegen voor landen met hogere overheidsschulden, zie Carnazza en Liberati (2021).
[22] In 2026 is ook Bulgarije toegetreden tot de eurozone. Met een overheidsschuld van zo'n 28% bbp in het derde kwartaal van 2025 heeft Bulgarije een van de laagste overheidsschulden in de eurozone.
[23] Nederland heeft een waarschuwing gekregen vanuit de preventieve arm van de Europese begrotingsregels, omdat de netto-uitgavengroei in 2025 te hoog was (CPB, 2026a). Op middellange termijn overschrijdt het Nederlandse overheidstekort de Europese norm van 3% bbp en op de lange termijn heeft Nederland een schuldquote boven de norm van 60% bbp.

naar verwachting relatief snel door het hoge overheidstekort (figuur 2.9, rechts). Bij een economische schok kan onrust op de Franse obligatiemarkt overslaan naar andere landen in de eurozone. Dit zou mogelijk een beroep op gezamenlijke Europese steunmechanismen vergen, waarbij het de vraag is of deze in een dergelijk scenario voldoende robuust zijn. Daarbij komt dat banken in de meeste eurozonelanden grote hoeveelheden overheidsschuld aanhouden, waardoor spanning op de obligatiemarkt kan leiden tot een negatieve wisselwerking tussen overheden en banken. Dit zorgt ervoor dat de kwetsbaarheid van het financiële stelsel verder toeneemt.[24]

Figuur 2.9 Gemiddeld stijgen overheidsschulden in de eurozone en blijven begrotingssaldi negatief

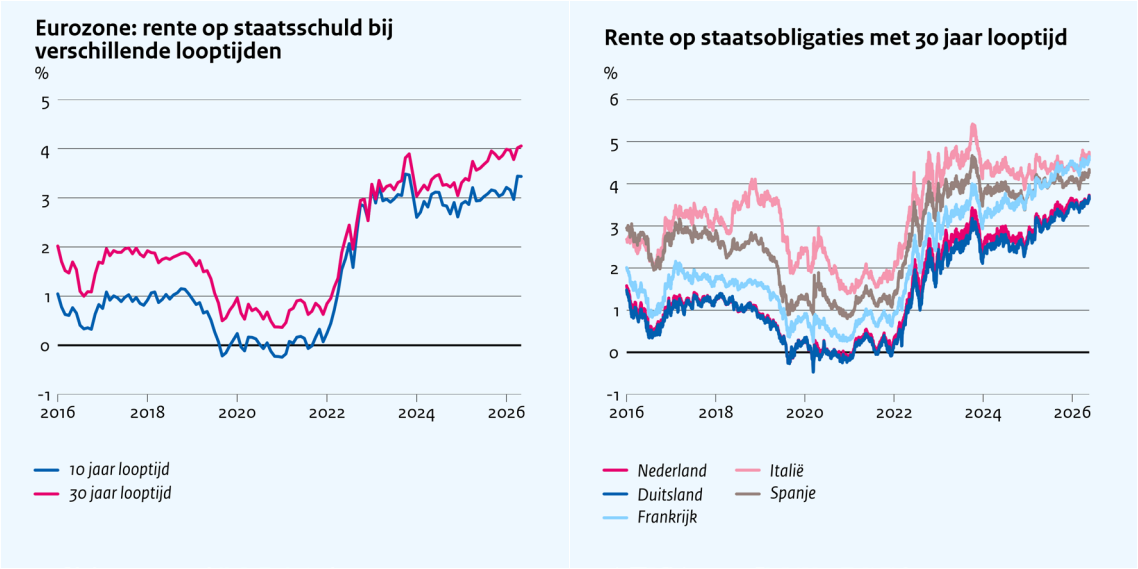


Figuurnoot: De stippellijn in de rechterfiguur markeert de 3%-EMU-norm.
Bron: IMF

De rentes op staatsobligaties zijn de afgelopen jaren gestegen. Zowel de nominale als reële rente op staatsobligaties zijn de afgelopen jaren toegenomen. De hogere reële rente maakt de overheidsschulden moeilijker houdbaar.[25] Daarnaast is de 30-jaars rente sinds 2023 sterker gestegen dan de 10-jaars rentes (figuur 2.10, links). Dit kan samenhangen met de verwachting dat er meer staatspapier wordt uitgegeven voor onder andere de financiering van defensie-uitgaven en de vergrijzingskosten. Ook zorgen over de houdbaarheid van de staatsschuld kunnen hierbij een rol spelen (Böninghausen & Vladu, 2026; OECD, 2026a). Een sterke reactie van financiële markten is echter uitgebleven (figuur 2.10, rechts). Dit kan betekenen dat beleggers zich weinig zorgen maken over het begrotingsbeleid, of dat ze verwachten dat de ECB ingrijpt bij sterk stijgende rentes. Het valt op dat het renteverschil tussen Franse en Duitse staatsobligaties de afgelopen jaren toenam, terwijl dat van Italië en Spanje ten opzichte van Duitsland juist afnam (figuur 2.10, rechts). Dit duidt erop dat financiële markten het risico van Franse staatsobligaties relatief hoger inschatten dan een aantal jaar geleden.

[24] Deze zogenoemde *sovereign-bank doom loop* verwijst naar de vicieuze cirkel waarbij verslechterende overheidsfinanciën de balansen van banken onder druk zetten, terwijl problemen in de bankensector op hun beurt kunnen leiden tot extra overheidssteun en hogere staatsschulden.
[25] Als benadering van de reële rente trekken we de HICP-inflatie af van de nominale rente op 10-jaars staatsobligaties voor de eurozone. Deze variabele weerspiegelt de reële financieringskosten voor overheden. Deze gemiddelde reële rente lag tussen 2016 en 2020 rond 0,5% en werd tijdens de coronapandemie en energiecrisis sterk negatief door de hoge inflatie. Sinds 2024 is de reële rente op staatsobligaties positief en is hij gestegen tot ongeveer 1,5% in januari 2026.

Figuur 2.10 De rentes op Europese staatsschulden stijgen (links), maar renteverschillen tussen landen dalen (rechts)

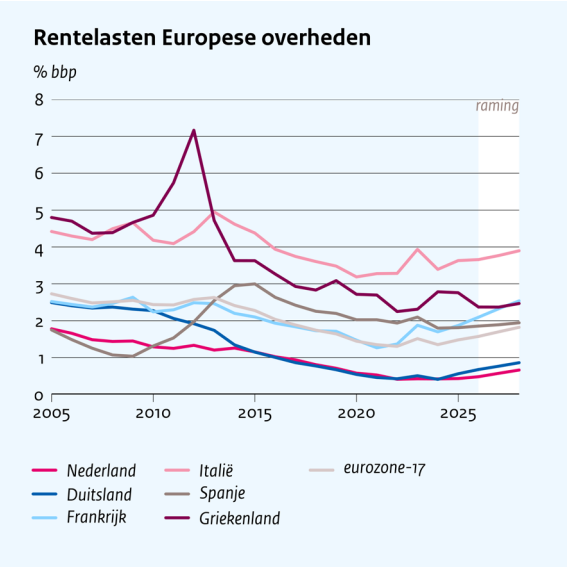


Figuurnoot: De rente op staatsobligaties in de eurozone is benaderd met een bbp-gewogen gemiddelde van de rentes in de zeven grootste economieën (Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, Nederland, België en Oostenrijk). Deze landen vertegenwoordigen gezamenlijk ongeveer 86% van het totale bbp van de eurozone (IMF, 2026b).
Bron: Macrobond

Hogere marktrentes kunnen doorwerken in de financiering van uitstaande schuld, hoewel de huidige rentelasten in veel Europese landen nog beheersbaar zijn. Naast de omvang van de overheidsschuld geeft de ontwikkeling van de rentelasten een completer beeld van de houdbaarheid van de staatsschuld. De rentelasten als percentage bbp stijgen sinds 2024 (figuur 2.11). Tegelijkertijd nemen de financieringsbehoeften van Europese landen toe, gedreven door investeringen op het gebied van defensie, klimaat en uitgaven aan vergrijzing. In tegenstelling tot de periode tijdens de coronacrisis[26] zijn de rentes op staatsobligaties gestegen (figuur 2.10, links). Rentes zouden verder kunnen stijgen door een aanhoudende oorlog in het Midden-Oosten en de hoge energieprijzen (zie paragraaf 2.1). Deze combinatie van hogere rentes en grote benodigde investeringen brengt overheden in een lastige positie (OECD, 2026a). De relatieve stijging van lange rentes maakt het voor landen aantrekkelijker om zich met kortlopend staatspapier te financieren, maar vergroot tegelijkertijd de kwetsbaarheid voor herfinancieringsrisico's (OECD, 2026a). Zo moet Frankrijk in de jaren 2025-2027 15% bbp herfinancieren tegen hogere rentes. Naar verwachting resulteert dit in een stijging van de rentelasten van 0,4%-punt bbp in 2027 (OECD, 2025). Ook in Nederland stijgen de rente-uitgaven de komende jaren, doordat nieuwe en aflopende leningen naar verwachting gefinancierd worden tegen een hoger rentetarief (CPB, 2026c).

[26] Tijdens de coronacrisis en de daaropvolgende energiecrisis lag de bruto financieringsbehoefte op een hoog niveau, terwijl de ECB-beleidsrente negatief was.

Figuur 2.11 Rentelasten stijgen in de eurozone

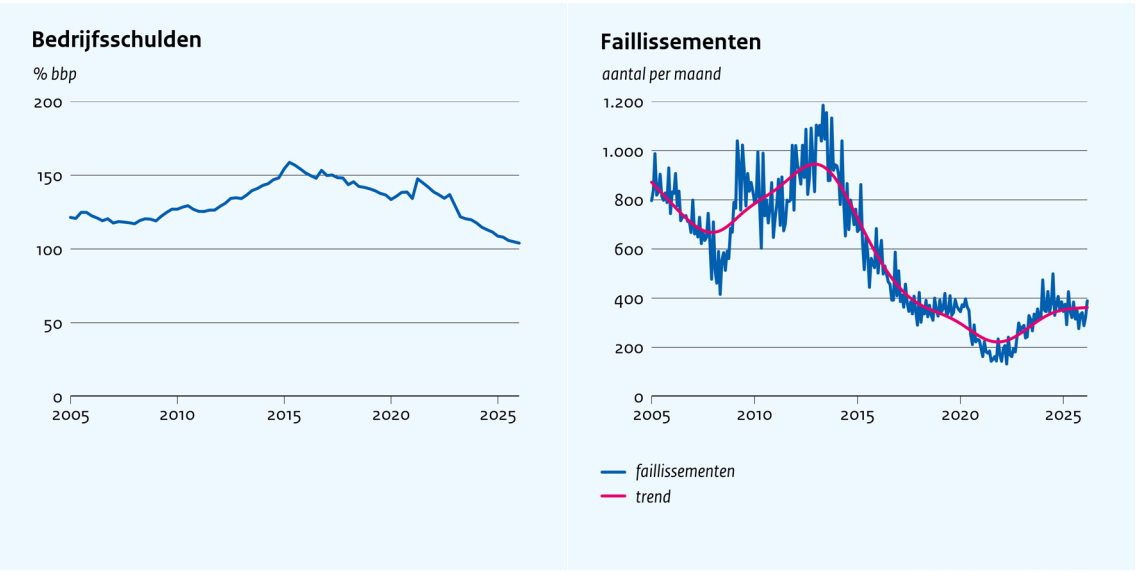


Figuurnoot: Eurozone-17 bestaat uit de landen in de eurozone zonder Letland, Litouwen, Kroatië en Bulgarije.
Bron: OECD

Bedrijven en huishoudens

Het Nederlandse bedrijfsleven beschikt over een goede uitgangspositie, maar er zijn mogelijke risico's voor de toekomstige innovatiecapaciteit. Het aantal faillissementen in Nederland is historisch gezien laag (figuur 2.12, rechts). Daarnaast is in de afgelopen tien jaar de Nederlandse bedrijfsschuld ten opzichte van het bbp afgenomen (figuur 2.12, links). Ook is de houdbaarheid van de Nederlandse bedrijfsschulden in de periode 2012-2022 toegenomen door de lage rentes en hogere winsten (Lammers et al., 2024). Hoewel bedrijven financieel weerbaarder zijn geworden en het aantal faillissementen laag is, is de bedrijven- en banendynamiek in de periode 2007-2023 gedaald in Nederland. Ook vertraagde de productiviteitsgroei en namen de productiviteitsverschillen tussen bedrijven toe (Adema et al., 2025). Langdurige stagnatie in productiviteit en innovatie kan op langere termijn ten koste gaan van de weerbaarheid van bedrijven en huishoudens.

Figuur 2.12 De Nederlandse bedrijfsschulden (links) en het aantal faillissementen (rechts) zijn historisch gezien laag

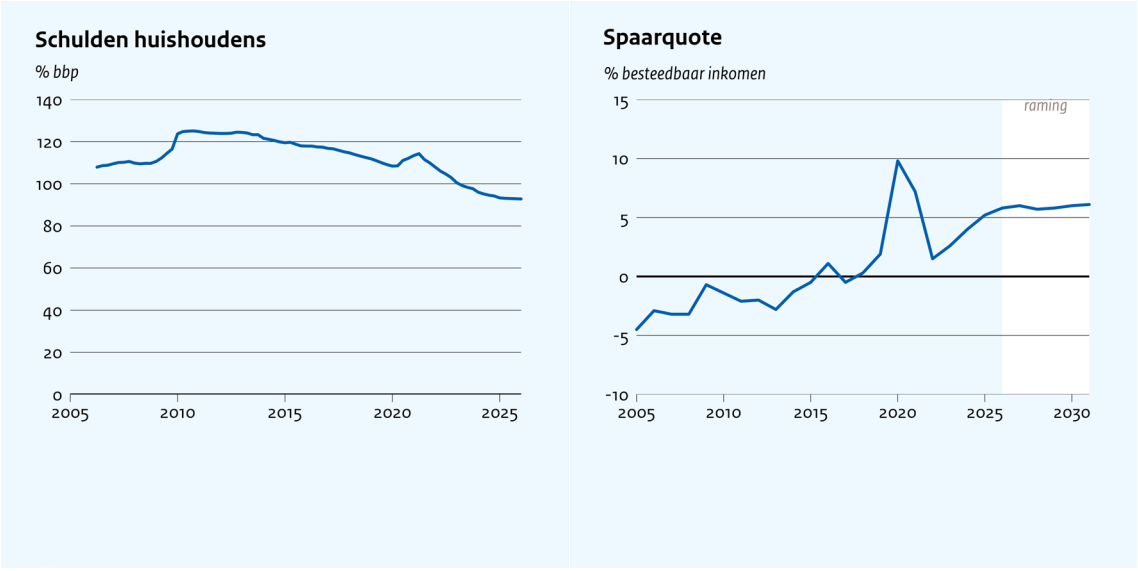


Figuurnoot: De trendlijn in de rechterfiguur is op basis van een HP-filter met lambda 14.440.
Bron: ECB (links); CBS (rechts); CPB-bewerking

De meeste Nederlandse huishoudens zijn de afgelopen jaren financieel weerbaarder geworden door lagere schulden, stijgende inkomens en voldoende buffers. De schuldpositie van huishoudens als percentage bbp staat op laag niveau in historisch perspectief (figuur 2.13, links). Na de coronacrisis is de spaarquote van Nederlandse huishoudens gedaald, maar sinds 2023 stijgt deze weer (figuur 2.13, rechts). Dit komt onder andere door de toename van het reële inkomen tussen 2021 en 2024, die zich met vertraging vertaalt in hogere consumptie (CPB, 2026c). Tussen 2019 en 2023 zijn de inkomens van de meeste Nederlanders harder gestegen dan hun vaste lasten (Van der Plaat et al., 2025). Dit geldt voornamelijk voor huishoudens met een koopwoning. Daarnaast hebben huishoudens met een eigen woning sneller liquide buffers kunnen opbouwen tussen 2010 en 2021, mede door de lage rente en door de aangescherpte regelgeving voor hypotheken, waardoor de hypotheekschuld is afgenomen (Ciurila & Luginbuhl, 2023). De huizenprijzen stegen de afgelopen jaren sneller dan inkomens, waardoor het steeds lastiger wordt voor starters zonder vermogen om een huis te kopen (Hoendervangers et al., 2026). Dit weerhoudt hen ervan om vermogen op te bouwen in de eigen woning, wat zich mogelijk op termijn vertaalt in lagere buffers voor deze groep. Bovendien hebben de koopstarters die er wel tussenkomen een steeds hogere hypotheekschuld als percentage van de huiswaarde, waardoor ze relatief kwetsbaar zijn voor huisprijsdalingen (DNB, 2026a).

De pensioenen van huishoudens zullen niet direct geraakt worden door marktschommelingen. Een aanzienlijk deel van de pensioenfondsen is per 1 januari 2026 overgegaan op het nieuwe pensioenstelsel; de overige fondsen volgen naar verwachting in 2027. In dit stelsel beweegt de pensioenopbouw meer mee met de ontwikkelingen op financiële markten. Dit betekent echter niet dat pensioenuitkeringen direct sterk dalen bij een grote correctie, al kan er wel voor gekozen worden om de pensioenuitkering tijdelijk niet te verhogen. De uitkeringen van gepensioneerden en de opbouw van werkenden die bijna met pensioen gaan, worden namelijk voor een relatief klein deel in risicovolle beleggingen geïnvesteerd. Ook zijn er mechanismen die meevallers en tegenvallers over de tijd spreiden, waardoor schokken worden gedempt.

Figuur 2.13 De schulden van huishoudens dalen (links) en de spaarquote stijgt (rechts)



Figuurnoot: De spaarquote (rechts) is het percentage van het besteedbare inkomen dat niet aan consumptie wordt besteed.
Bron: Macrobond (links); CEP (rechts)

Internationale coördinatie en samenwerking

Internationale coördinatie wordt bemoeilijkt door geopolitieke fragmentatie, maar blijft cruciaal om financiële schokken het hoofd te bieden. Financiële markten zijn sterk verweven en risico's overschrijden vaak nationale grenzen. Daarom zijn gecoördineerde internationale acties cruciaal voor de weerbaarheid van het financiële stelsel. Dergelijke acties omvatten zowel acute noodmaatregelen als structurele versterking via

regelgeving en institutionele samenwerking. Geopolitieke spanningen kunnen echter het vormen van stabiele politieke coalities bemoeilijken, waardoor samenwerking op kritieke onderwerpen lastiger wordt. Een voorbeeld van een internationaal instrument dat de stabiliteit ondersteunt zijn dollar-euroswaplijnen, die tijdelijk liquiditeitsproblemen tussen valuta's kunnen verzachten.[27] Ook internationale coördinatie op het gebied van financiële regulering, zoals implementatie van de Basel-III-richtlijnen, draagt bij aan een stabiel mondiaal financieel stelsel. Hier gaat paragraaf 3.3 verder op in.

De geopolitieke situatie vraagt om versterking van Europese samenwerking. De Risicorapportage Financiële Markten 2025 besprak het financiële stelsel van de EU in de context van de ambities op het gebied van defensie, klimaat, innovatie en concurrentiekracht (CPB, 2025). Hierin werd beschreven dat een diepere en geïntegreerde kapitaalmarkt helpt om investeringen efficiënter in te zetten en risico's te spreiden. Voor publieke goederen op Europees niveau, zoals defensie, ligt publieke financiering voor de hand. Op de langere termijn zou een bredere Europese inkomstenbasis bijdragen aan de financiering van gezamenlijk publieke goederen. Op korte termijn zou gemeenschappelijke schuldfinanciering ('eurobonds') de benodigde investeringen kunnen lostrekken. Het is wel verstandig deze te beperken tot nieuwe leningen. Dit gaat idealiter gepaard met duidelijke voorwaarden over bijvoorbeeld structurele hervormingen binnen lidstaten.

[27] Dollarswaplijnen zijn een instrument waarbij de Fed tijdelijk dollars verstrekt aan andere centrale banken om financiële stress en dollartekorten te voorkomen. Tijdens de grote financiële crisis in 2008, de eurocrisis in 2010 en de coronapandemie in 2020 speelden deze swaplijnen een cruciale rol in het waarborgen van voldoende liquiditeit in dollars.

3 Financiële regulering in een veranderende wereld

3.1 Inleiding

Het financiële toezicht wordt voor nieuwe uitdagingen gesteld door een roep om minder regelgeving enerzijds, en de verschuiving van financiële activiteiten naar niet-bancaire instellingen anderzijds. In de VS wint deregulering aan kracht, ook in de financiële sector, en die roep klinkt inmiddels ook in Europa door. Bankenkoepels pleiten voor lagere kapitaaleisen en eenvoudigere regels, onder meer vanwege een vermeend concurrentienadeel ten opzichte van Amerikaanse banken (EBF, 2026; NVB, 2025). Ook de Europese Commissie verkent mogelijkheden om de concurrentiekracht van Europese banken te versterken, maar richt zich vooral op harmonisering en vereenvoudiging (EC, 2026). Tegelijk laat de geschiedenis zien dat regelgeving vaak in golven van aanscherping en versoepeling verloopt, waardoor kwetsbaarheden kunnen terugkeren of zich binnen het stelsel verplaatsen. Steeds meer activiteiten verschuiven naar niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's) buiten het traditionele bankentoezicht. Dit komt mede door strengere regulering na de grote financiële crisis van 2008, maar ook door structurele ontwikkelingen, zoals de groei van institutioneel vermogen en de vraag naar flexibelere financiering buiten het bankkanaal. Daardoor verschuiven kredietverlening en risico's deels naar fondsen en andere niet-bancaire partijen. Daarnaast zorgen innovaties als stablecoins voor nieuwe stabiliteitsrisico's via concurrentie met bestaande betalingsmiddelen en spaargelden bij banken. Dit hoofdstuk bespreekt tegen deze achtergrond het belang van financiële regulering, recente dereguleringstendensen en de implicaties van NBFI's en stablecoins voor de financiële stabiliteit.

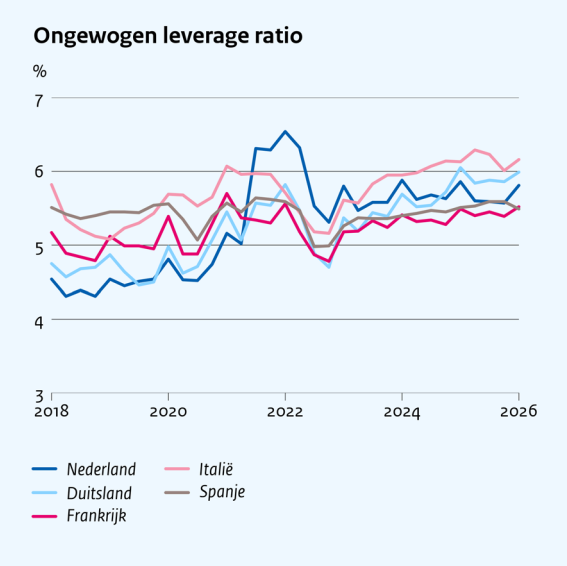
3.2 Belang van financiële regulering

Financiële regulering is essentieel voor het waarborgen van de stabiliteit van het financiële stelsel en het beperken van systeemrisico's. De grote financiële crisis van 2008 maakte duidelijk dat banken wereldwijd onvoldoende kapitaal en liquiditeit hadden om schokken op te vangen, en dat hun onderlinge verwevenheid stress door het hele financiële systeem kon versterken. De crisis had ingrijpende macro-economische effecten, met een sterke terugval in economische groei en langdurige verliezen in productie en investeringen (Müller et al., 2025; Reinhardt & Rogoff, 2009). Als reactie hierop is het regelgevend kader flink aangescherpt, met onder andere hogere kapitaal- en liquiditeitseisen en meer aandacht voor het beperken van systeemrisico's. Nu de ervaring van de crisis verder in het verleden ligt en veel aandacht gaat naar de Europese concurrentiepositie en investeringsagenda, laait de discussie over deregulering en vereenvoudiging van het regelgevend kader weer op. Om deze kwestie goed te begrijpen, is het belangrijk helder te hebben wat financiële regulering inhoudt en beoogt. Deze paragraaf licht daarom het belang van financiële regulering verder toe. De focus ligt hierbij vooral op bankregulering en kapitaaleisen, vanwege de centrale rol van banken in de economie.

Zonder adequate regulering en toezicht hebben banken prikkels om zich met meer schuld te financieren dan verantwoord is vanuit maatschappelijk risicoperspectief. In de kern transformeren banken kortlopend spaargeld in langlopende leningen, zoals hypotheken. Banken verschillen daarmee van gewone bedrijven, omdat hun bedrijfsmodel is gebaseerd op schuldfinanciering, zoals spaartegoeden, en zij een centrale rol spelen in het betalings- en kredietverkeer. Een aantal factoren maakt het voor banken echter aantrekkelijk om

zich met meer schuld te financieren dan wenselijk is vanuit maatschappelijk risicoperspectief.[28] Een belangrijke factor is het depositogarantiestelsel, waarmee spaargeld tot een limiet verzekerd is door de overheid.[29] Deze garantie verkleint het risico op een *bankrun*, maar vermindert tegelijkertijd de marktdiscipline van spaarders. Zij eisen namelijk geen rente-opslag voor het risico dat de bank neemt, omdat hun spaargeld verzekerd is. Hierdoor blijft schuldfinanciering voor banken relatief goedkoop, ook wanneer zij meer risico nemen door meer schuldfinanciering of risicovollere kredietverlening. Door meer risico te nemen, genereren banken meer rendement voor hun aandeelhouders in goede tijden, terwijl in slechte tijden verliezen deels worden afgewenteld op de overheid en schuldeisers.[30] Vergelijkbare prikkels ontstaan door impliciete overheidsgaranties voor systeemrelevante banken (*'too big to fail'*).[31] Daarnaast profiteren banken van de relatief goedkope en stabiele financiering die spaargeld biedt (DeAngelo & Stulz, 2015; Hanson et al., 2015). Deze factoren zorgen ervoor dat het voor de aandeelhouders van de bank gunstig is dat de bank zich grotendeels met schuld financiert. Bovendien kunnen aandeelhouders er belang bij hebben een hoge schuldratio in stand te houden. Ze hebben minder prikkels om de bank extra te kapitaliseren, omdat extra eigen vermogen vooral de positie van schuldeisers verbetert en aandeelhouders er relatief minder van profiteren.[32] Figuur 3.1 laat zien dat Europese banken 5 à 6% van het balanstotaal financieren met eigen vermogen.[33]

Figuur 3.1 Banken financieren hun balanstotaal met slechts een klein deel eigen vermogen

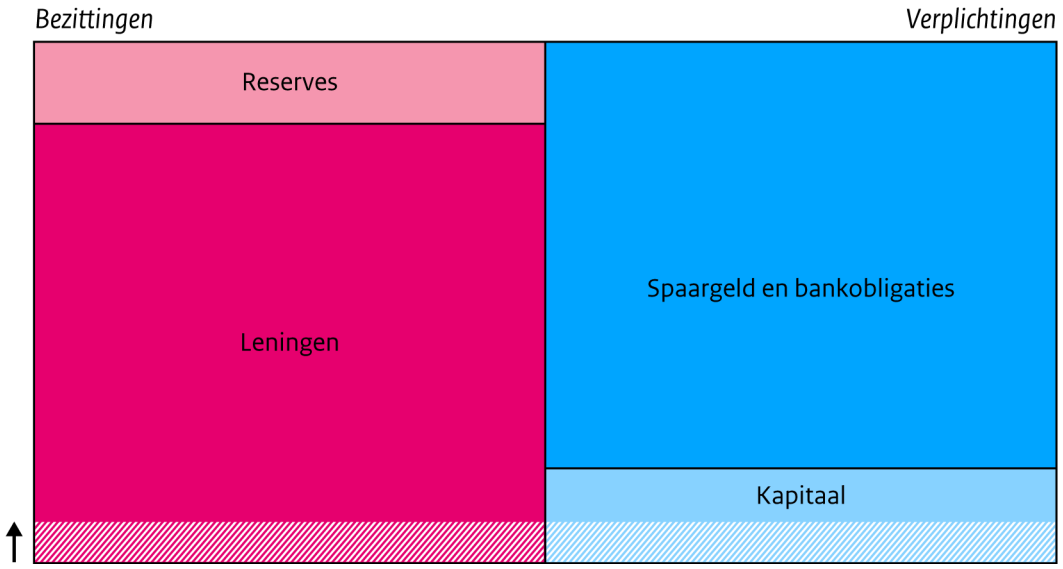


Figuurnoot: De *leverage ratio* is de verhouding tussen het *tier* 1-kapitaal en de totale blootstellingen van de bank zonder risicoweging (in tegenstelling tot de risicogewogen variant uit figuur 2.7, links). De totale blootstelling van een bank is de som van alle bezittingen op de balans en posten buiten de balans, zoals kredietlijnen.
Bron: ECB

[28] De theorie van Modigliani-Miller (1958) stelt dat in een perfecte markt zonder fricties de keuze tussen financiering met eigen of vreemd vermogen geen invloed heeft op de waarde van een bedrijf. In de praktijk bestaan echter fricties, zoals belastingaftrek van rentelasten en faillissementskosten, waardoor de kapitaalstructuur wel invloed heeft op de bedrijfswaarde.
[29] In de kern transformeren banken kortlopend spaargeld (geld dat spaarders snel kunnen opnemen) naar langlopende investeringen, zoals hypotheken en bedrijfsleningen. Dit maakt banken kwetsbaar voor een *bankrun*: als genoeg spaarders tegelijk hun geld willen opnemen, bestaat er een prikkel voor de rest van de spaarders dat ook te doen. Dat brengt een bank in de problemen, omdat het vastzit in langlopende investeringen (Diamond & Dybvig, 1983). In Europa is spaargeld tot 100 dzd euro per rekening gegarandeerd via nationale stelsels.
[30] Na de grote financiële crisis van 2008 is in Europa een centrale aanpak voor het afwikkelen van falende banken ingevoerd om de kosten van bankfaillissementen voor de belastingbetaler te beperken. Deze bestaat uit de Banking Recovery and Resolution Directive (BRRD en BRRD II) en de Single Resolution Mechanism Regulation (SMSR).
[31] CPB-onderzoek laat zien dat 151 grote Europese banken in de periode 2008-2012 door impliciete garanties een gemiddeld financieringsvoordeel hadden van ongeveer 55 mld euro per jaar (Bijlsma & Mocking, 2013).
[32] Dit heet het *leverage ratchet effect*, zie ook Admati et al. (2018).
[33] Ter vergelijking: de schuldratio van niet-financiële corporaties in Europa fluctueerde in de periode 2001-2023 tussen de 28% en 36% (Beck et al., 2023)

Kapitaalbuffers fungeren als vangnet voor het opvangen van verliezen en ze beperken prikkels tot excessief risicovol gedrag. Het kapitaal van een bank dient als buffer bij waardedalingen van de bezittingen van de bank (figuur 3.2).[34] Kapitaalbuffers dempen niet alleen verliezen op individueel bankniveau, maar verminderen ook de verspreiding van schokken door het bredere financiële stelsel (Brunnermeier et al., 2009).[35] Bovendien hebben aandeelhouders door hun eigen kapitaalinbreng meer geld op het spel staan, waardoor banken minder geneigd zijn onverantwoorde risico's te nemen. Voor de aandeelhouders is het juist voordelig om de bank met veel schuld te financieren. Daarom zijn kapitaaleisen nodig om de externe effecten die gepaard gaan met veel schuld te beperken. De Basel-richtlijnen stellen twee typen kapitaaleisen. De ongewogen kapitaaleis, ook wel de *minimum leverage ratio* genoemd, stelt een minimumeis aan de ratio tussen het eigen vermogen van de bank en de totale bezittingen (figuur 3.1).[36] De belangrijkste gewogen kapitaaleis, ook wel CET1-ratio genoemd, stelt een minimumeis aan de ratio tussen het eigen vermogen en de risicogewogen bezittingen[37] van een bank (figuur 2.7).

Figuur 3.2 Kapitaal dient als buffer bij verliezen op de leningenportefeuille van banken



Figuurnoot: Deze figuur is een versimpelde weergave van een bankbalans. Links staan de bezittingen (activa) van een bank, bestaande uit leningen als hypotheken, bedrijfs- en consumentenkredieten en overheidsobligaties. Daarnaast houdt de bank ook reserves aan, zoals kasgeld of reserves bij de centrale bank. De rechterkant van de bankbalans toont de verplichtingen (passiva) en daarmee hoe de bank is gefinancierd. Hierbij is onderscheid te maken tussen schuld (spaargeld van huishoudens, bedrijven en overheden, en andere vormen van marktfinanciering, zoals bankobligaties) en kapitaal (eigen vermogen). De pijltjes illustreren dat het kapitaal als buffer dient bij een waardedaling van de leningenportefeuille. Wanneer het kapitaal wordt weggevaagd, bedraagt de schuld meer dan de bezittingen van de bank en wordt de bank als insolvent beschouwd.
Bron: CPB

Financiering met eigen vermogen kan kostbaar lijken voor aandeelhouders, maar is vanuit maatschappelijk perspectief geen dure vorm van financiering. In het publieke debat bestaan verschillende misverstanden over bankkapitaal. Zo wordt kapitaal niet zelden verward met reserves (zie kader 'De verwarring tussen kapitaal en reserves'). Daarnaast wordt geregeld gesteld dat financiering met eigen vermogen kostbaar is voor banken. Dit perspectief weerspiegelt vooral de belangen van aandeelhouders. Voor hen is het gunstig

[34] Een bank wordt immers als insolvent beschouwd als de bank meer schulden dan bezittingen heeft, wat kan leiden tot faillissement.
[35] Goed gekapitaliseerde banken zijn in staat om verliezen intern te absorberen in plaats van gedwongen activa te verkopen, waardoor paniekverkopen en kettingreacties bij tegenpartijen worden beperkt.
[36] Deze ratio bedraagt 3% voor Europese banken, met aanvullende eisen voor systeembanken.
[37] Volgens artikel 114 van de Europese Capital Requirements Regulation (CRR) krijgen blootstellingen aan centrale overheden van EU-lidstaten in hun eigen valuta een risicogewicht van 0% bij de berekening van de risicogewogen activa van banken. Deze benadering onderschat het daadwerkelijke kredietrisico en kan leiden tot overmatige blootstelling van banken aan Europese staatsschuld.

om de bank te financieren met veel schuld, en om dividend uit te keren en eigen aandelen in te kopen. Het uitgeven van nieuwe aandelen is niet gunstig voor bestaande aandeelhouders, omdat de winst van de bank dan verdeeld wordt over meer aandelen. Daarentegen wordt de bank wel stabieler als deze gefinancierd is met meer eigen vermogen. Dit maakt dat investeerders in de bank minder rendement eisen voor het risico dat ze lopen, wat de kosten van het eigen vermogen drukt. Vanuit maatschappelijk perspectief is een hogere kapitaalbuffer daarom niet duur, maar draagt deze juist bij aan de stabiliteit van het financiële stelsel (Admati & Hellwig, 2024). Tegelijkertijd vervult bankschuld een belangrijke maatschappelijke en economische functie. Het vreemd vermogen van banken, zoals tegoeden op rekeningen van huishoudens en bedrijven, dient als betaal- en spaarmiddel en wordt door banken omgezet in langlopende leningen. De juiste mate van financiële regulering vraagt dus om een zorgvuldige afweging tussen financiële stabiliteit enerzijds en de economische rol van bankschuld anderzijds.

De verwarring tussen kapitaal en reserves

Een veelvoorkomend misverstand in het publieke debat over bankkapitaal is dat kapitaalbuffers worden gezien als geld dat banken niet kunnen uitlenen. Niet zelden wordt in het publieke debat gesproken over kapitaal als geld dat banken "opzij moeten leggen" en dat "niet uitgeleend kan worden". Het is echter een misverstand dat kapitaaleisen beperkingen opleggen aan de kredietverlening en daarmee aan economische groei. Hogere kapitaaleisen betekenen niet dat banken structureel minder kunnen uitlenen, maar dat zij hun bezittingen met meer eigen vermogen en minder schuld dienen te financieren.

Kapitaal bestaat uit de eigen middelen verstrekt door aandeelhouders en ingehouden winsten om de bezittingen van de bank mee te financieren. Kapitaal is het eigen vermogen van de bank. Dit vormt samen met het vreemd vermogen – het geld dat spaarders en andere marktpartijen uitlenen aan de bank – de financieringszijde ofwel passivazijde van de balans (rechterzijde van figuur 3.2). Kapitaal bepaalt dus niet hoeveel een bank kan uitlenen, maar hoe haar bezittingen worden gefinancierd en hoe verliezen worden verdeeld tussen aandeelhouders en schuldeisers.

Reserves bestaan uit kasgeld en tegoeden bij de centrale bank en moeten worden onderscheiden van kapitaal. Kapitaal wordt niet zelden verward met reserves, zoals kasgeld of rekeningen bij de centrale bank (Admati & Hellwig, 2024b). Deze reserves zijn onderdeel van de bezittingen van de bank en maken daarmee deel uit van de activazijde van de balans (linkerzijde van figuur 3.2). Geld dat in reserves wordt aangehouden kan niet worden uitgeleend aan de economie, maar vormt wel een belangrijke buffer om plotselinge liquiditeitsproblemen op te vangen.

Goed gekapitaliseerde banken kunnen juist in tijden van marktonrust hun rol als kredietverstrekker beter vervullen. Een overzichtsstudie laat zien dat de langetermijneffecten van een hogere kapitaalratio op de kredietgroei positief zijn (Boissay et al., 2019). De extra stabiliteit stelt banken in staat om krediet te verlenen. Zeker in economisch slechte tijden zijn goed gekapitaliseerde banken beter in staat om uit te blijven lenen, wat conjunctuurschommelingen dempt. Wel laten sommige empirische studies zien dat het mogelijk is dat banken op korte termijn hun kredietverlening verkrappen bij een verhoging van de kapitaaleisen (Dagher et

al., 2016).[38] Als banken meer kapitaal moeten aanhouden, kunnen ze hier op verschillende manier aan voldoen. Ze kunnen de kredietverlening verminderen of minder risicovolle leningen uitgeven. Of ze kunnen hun kapitaalpositie vergroten door het uitgeven van nieuwe aandelen, het tijdelijk minder winst uitkeren aan aandeelhouders of minder eigen aandelen inkopen. De hoeveelheid eigen vermogen is namelijk geen gegeven; recent onderzoek laat zien dat banken goed in staat zijn hun kapitaalpositie aan te passen aan veranderende marktomstandigheden of aangescherpte regelgeving (Schmitz et al., 2025).

Na de grote financiële crisis is regulering ingevoerd die zowel de stabiliteit van individuele banken als de beheersing van systeemrisico's heeft verbeterd. Banken bleken tijdens de grote financiële crisis van 2008 kwetsbaar voor schokken. Dat kwam doordat ze sterk afhankelijk waren van kortlopende interbancaire financiering, die door onderling wantrouwen in korte tijd wegviel (Brunnermeier et al., 2009). Daarnaast hadden veel financiële instellingen vergelijkbare bezittingen op hun balans, waardoor zij gevoelig waren voor dezelfde waardedalingen. Zo konden verliezen zich via herwaarderingen en verslechte financieringscondities snel door het hele financiële systeem verspreiden. Als reactie hierop zijn kapitaaleisen voor banken aangescherpt en kwamen er instrumenten die zich richten op de beheersing van systeemrisico's. Zo is de systemische kapitaalbuffer ingevoerd voor banken die door hun omvang of verwevenheid een grote impact op het financiële systeem hebben. De contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) verplicht banken eveneens om extra eigen vermogen aan te houden in goede tijden.[39] Hierdoor hebben ze in slechte tijden een buffer om verliezen op te vangen, zonder dat ze onmiddellijk beleggingen hoeven te verkopen of de kredietverlening hoeven te beperken, omdat ze minder risico's kunnen dragen.[40] Daarnaast zijn stresstesten voor systeemrelevante banken en toezicht op concentratie- en besmettingsrisico's ingevoerd.

Een belangrijk aandachtspunt is dat activiteiten kunnen verschuiven naar minder-gereguleerde financiële instellingen als kapitaaleisen worden aangescherpt. Vanuit maatschappelijk perspectief zijn hoge kapitaalbuffers wenselijk, maar voor de aandeelhouders van banken niet. Daarom kunnen bij aanscherping van de kapitaaleisen activiteiten verschuiven naar de minder-gereguleerde sector, zoals *private credit*-fondsen (Bednarek et al., 2025). Een dergelijke verschuiving naar alternatieve financiering biedt ook voordelen, zoals een betere toegang tot bedrijfsfinanciering en een meer gediversifieerd financieel systeem. Er ontstaat echter een probleem als er geen zicht is op de gelopen risico's en die toch deels terechtkomen bij banken of andere systemische partijen. Daarom is het belangrijk om ook voldoende zicht te houden op andere financiële instellingen, zodat de financiële stabiliteit niet in gevaar komt als kredietverlening verschuift van banken naar andere partijen. Paragraaf 3.4 gaat hier dieper op in.

3.3 Financiële deregulering

In het debat beweegt de pendule weer richting deregulering maar een duidelijke economische onderbouwing voor brede deregulering ontbreekt. Financiële regelgeving verloopt historisch in golven: aanscherpingen volgen doorgaans op financiële crises, terwijl de druk tot versoepeling geleidelijk toeneemt in perioden van herstel en stabiliteit. De ingrijpende aanscherpingen na de grote financiële crisis van 2008 via de Basel-III-richtlijnen vormen de directe achtergrond voor de huidige roep om versoepeling.[41] In de VS begon president Trump al in zijn eerste termijn met versoepeling van de bankenregulering en hij zet dit in zijn

[38] Ook de CPB-studie van Kramer et al. (2022) vond geen effect van verhoging van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) op de kredietverlening van banken.
[39] De contracyclische kapitaalbuffer wordt op nationaal niveau vastgesteld en varieert in Europa van 0% tot 2,5% (ESRB, 2026). Per 31 mei 2024 bedraagt deze buffer in Nederland 2%.
[40] Wanneer waardedalingen kapitaalposities onder druk zetten, kunnen banken gedwongen worden bezittingen te verkopen tegen lage prijzen of de kredietverlening te beperken, wat verdere verliezen bij andere instellingen en een bredere negatieve impact op de economie kan veroorzaken (Brunnermeier et al., 2009).
[41] Zie ook het tekstkader over golfbewegingen in financiële regulering in de *Risicorapportage Financiële Markten 2025* (CPB, 2025).

huidige termijn verder door. Maar ook in de EU klinkt de roep om versoepeling vanuit verschillende richtingen: de bankensector wijst op stapeling van eisen en een vermeend concurrentienadeel ten opzichte van Amerikaanse banken (EBF, 2026; NVB, 2025). Beleidsmakers als Draghi en de ministers van de zes grootste EU-economieën richten zich meer op voltooiing van de bankenunie en verdieping van de kapitaalmarkten, niet op verlaging van regels die banken financieel weerbaar moeten houden (Draghi, 2024; E6, 2026). De ECB wil de administratieve lasten verlagen via een vereenvoudigingsagenda, zonder de weerbaarheidsnormen aan te tasten (ECB, 2025d). Veel lidstaten, waaronder Nederland, steunen de vereenvoudigingdiscussie: een agenda met concrete efficiëntie-argumenten die zich onderscheidt van de roep om versoepeling van kapitaaleisen. Het gaat dus om drie verschillende agenda's met elk een andere beleidsimplicatie. Deze paragraaf bespreekt wat er feitelijk verandert in de VS en de EU, evalueert de centrale argumenten voor versoepeling, en analyseert de risico's van toenemende internationale divergentie in de prudentiële normen voor banken.

Ontwikkelingen in de VS en de EU

De regering-Trump zet in haar tweede termijn een ingrijpende dereguleringsagenda voor banken voort, waarbij de kapitaalvereisten voor de grootste Amerikaanse banken via meerdere maatregelen tegelijk worden verlaagd. Deze agenda loopt al langer: in 2018 werden middelgrote banken vrijgesteld van diverse eisen waaronder liquiditeitsmaatregelen en de jaarlijkse stresstest. Dit was een indirecte versoepeling van de kapitaaleisen die later in verband werd gebracht met de faillissementen van de Silicon Valley Bank en andere regionale banken in 2023 (Fed, 2023). Trump-II richt zich op de grootste banken. Zo zijn regels versoepeld die bepaalden hoeveel eigen vermogen zij moeten aanhouden, onder meer via een lagere *leverage ratio* en aangepaste stresstests. Dat brengt deze meer in lijn met andere jurisdicties. Ook de Basel-III-implementatie is afgezwakt: waar het oorspronkelijke voorstel nog uitging van circa 16% hogere kapitaaleisen, wijzen recente voorstellen op een daling. Deze daling kan, in combinatie met andere versoepelingen voor globale systeemrelevante banken, uitkomen op circa 6% (Fed, 2026b).

Minstens zo relevant als de verlaging van kapitaalvereisten is de gelijktijdige verschuiving in toezichtfilosofie en -capaciteit. De Fed heeft haar toezichthouders geïnstrueerd zich uitsluitend te richten op materiële financiële risico's. Daardoor zijn reputatierisico en breder gedragstoezicht buiten het toezichtkader geplaatst. De Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) reduceerde haar personeelsbestand in 2025 met circa een vijfde, en de Fed streeft naar een verdere vermindering van 30% in het toezicht tegen eind 2026. Het interne onderzoeksorgaan van de FDIC waarschuwt dat dit de uitvoering van wettelijke taken onder druk zet (Bowman, 2025; FDIC, 2026).[42] De kapitaalwijzigingen leiden samen met de inkrimping van de toezichtcapaciteit tot een structureel minder streng kader.

De EU gaat door met de implementatie van Basel-III, maar er worden onderdelen uitgesteld en de druk tot versoepeling neemt toe. De EU heeft het Basel-III-akkoord per 1 januari 2025 in wetgeving omgezet, inclusief de invoering van de ondergrens voor risicomodellen (BCBS, 2017; CRR3, 2024).[43] De ondergrens beperkt de invloed van interne risicomodellen van banken op de kapitaaleisen. Dat brengt de EU op dit punt dichter bij de meer gestandaardiseerde Amerikaanse benadering. De invoering van herziene kapitaalvereisten voor handelsportefeuilles is echter opnieuw uitgesteld en wel tot januari 2027, mede door onzekerheid over de Amerikaanse implementatietijdlijn (EBA, 2024b; EC, 2025). Vanuit de bankensector neemt de roep om verdergaande aanpassingen toe. Zo wil de Europese Bankenfederatie kapitaaleisen verlagen als reactie op de Amerikaanse agenda, en de Nederlandse banken bepleiten lagere buffers voor systeemrelevante banken en lagere risicogewichten voor hypotheken (EBF, 2026; NVB, 2025). Bredere beleidsrapporten over Europa's concurrentiekracht voeden dit debat: zowel het Draghi-rapport als de Europese Commissie en de ministers van

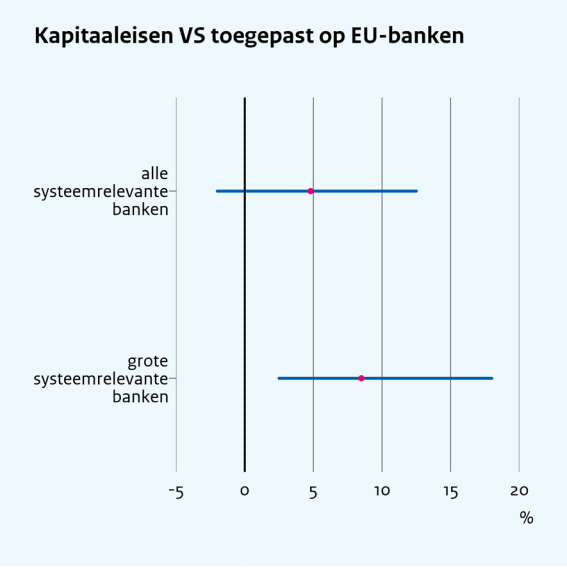
[42] De FDIC verzekert banktegoeden tot 250 dzd dollar per rekening, houdt toezicht op met name kleinere en middelgrote banken en verzorgt de ordelijke afwikkeling van bankfaillissementen.
[43] Het feitelijk aanvullend op te halen kapitaal is beperkt, omdat Europese banken al ruim boven het wettelijk minimum opereren.

Financiën van de zes grootste EU-economieën zetten in op meer investeringsruimte en minder regeldruk. Dat willen ze echter via voltooiing van de bankenunie en verdieping van de kapitaalmarkten, niet via verlaging van prudentiële normen (Draghi, 2024; E6, 2026; EC, 2025). Naar aanleiding van deze bredere agenda heeft de ECB een vereenvoudigingsagenda gepresenteerd die de complexiteit van het toezichtkader moet verminderen zonder het weerbaarheidsniveau te verlagen. Onderdeel daarvan is een heroverweging van zogeheten hybride kapitaalinstrumenten, zoals AT1-obligaties, die zowel kenmerken van schuld als eigen vermogen hebben (ECB, 2025d).[44] Een verlaging van de totale kapitaaleisen maakt echter geen deel uit van die voorstellen.

De argumenten voor versoepeling in perspectief

De empirische basis voor het argument dat Europese banken door hogere kapitaaleisen een concurrentienadeel lijden is zwak. Dat Europese banken daadwerkelijk hogere eisen dragen dan Amerikaanse concurrenten, is niet zo evident als vaak wordt gesuggereerd. Europese banken publiceren gemiddeld hogere kapitaalratio's, maar dat komt mede door de berekeningswijze. Die modellen produceren doorgaans lagere risicogewichten. Daardoor draagt dezelfde leningenportefeuille op papier minder risico en valt de ratio hoger uit, zonder dat de bank daadwerkelijk meer kapitaal aanhoudt per euro risico (BCBS, 2017; Berg et al., 2025; Libertucci et al., 2026). Recente studies van de Bank of England (BoE) en de ECB laten zien dat de totale kapitaaleisen voor grote Amerikaanse banken juist hoger liggen dan voor vergelijkbare Europese banken (BoE, 2025; Libertucci et al., 2026; figuur 3.3). Als de Amerikaanse aanpak op Europese banken zou worden toegepast, zou dit voor systeemrelevante banken dus juist leiden tot hogere kapitaaleisen. De aanpassingen in stresstests en de *leverage ratio* in de VS hebben de vereiste kapitaalbuffers voor de grootste banken verlaagd, maar tegelijk laat de BoE zien dat deze nog boven de EU-vereisten liggen, zelfs na de versoepeling. Daarnaast beogen de in maart 2026 gepubliceerde voorstellen voor de toepassing van Basel-III in de VS een verdere verlaging. Bij volledige inwerkingtreding zou het historisch hogere niveau van Amerikaanse kapitaaleisen daarmee worden teruggebracht (BoE, 2025; Fed, 2026b; Libertucci et al., 2026). Ook dan komen de eisen voor grote Amerikaanse banken naar verwachting niet onder EU-niveau uit.

Figuur 3.3 Amerikaanse kapitaaleisen zouden grote EU-banken verplichten tot meer kapitaal



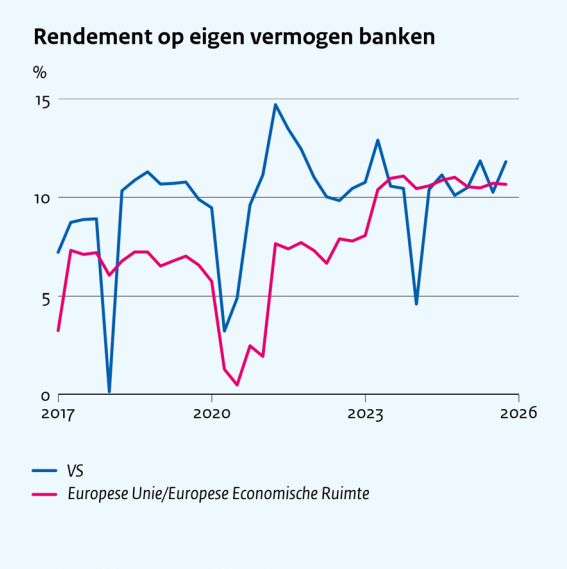
Figuurnoot: De figuur vergelijkt het minimaal vereiste CET1-kapitaal onder het huidige EU-raamwerk met een hypothetisch scenario waarin EU-banken onder Amerikaanse kapitaaleisen vallen. De punten tonen het gemiddelde effect onder het basisscenario, de lijnen

[44] Hybride kapitaalinstrumenten zijn schuldinstrumenten die in een crisis verliezen absorberen doordat zij worden afgeschreven of omgezet in aandelen. Bij de noodgedwongen overname van Credit Suisse in 2023 werden deze instrumenten volledig afgeschreven. Dat zette het vertrouwen van beleggers onder druk en riep vragen op over hun effectiviteit als schokdemper.

geven het bereik weer waarin de middelste 50% van de uitkomsten onder alternatieve parameterkeuzes valt. Positieve waarden duiden op hogere kapitaaleisen onder Amerikaanse regels. Alle waarden zijn per 31 december 2025.
Bron: ECB

Lagere kapitaaleisen lossen de verschillen in winstgevendheid tussen Amerikaanse en Europese banken bovendien niet op, omdat ze andere oorzaken hebben. Verschillen in winstgevendheid hangen sterker samen met structurele factoren als marktfragmentatie en het inkomstenmodel van banken. Amerikaanse banken verdienen relatief meer via commissies en handelsactiviteiten op diepere, minder gefragmenteerde kapitaalmarkten. Europese banken hebben zulke inkomstenbronnen minder (Behn & Reghezza, 2025; IMF, 2024; Libertucci et al., 2026; Vito et al., 2023).[45] Bovendien is de winstgevendheid van Europese banken in de afgelopen jaren juist sterk toegenomen en niet meer structureel lager dan die van Amerikaanse banken (figuur 3.4). Een eenzijdige verlaging van kapitaaleisen kan internationaal actieve banken een voordeel bieden in grensoverschrijdende activiteiten, zoals de financiering van grote internationale bedrijven. Voor de kredietverlening aan huishoudens en het midden-en kleinbedrijf (mkb) is directe concurrentie van Amerikaanse banken echter niet relevant. Bovendien verdwijnt het voordeel zodra andere jurisdicties volgen (Buchholz et al., 2025). Het resultaat is een minder weerbaar financieel stelsel, zonder winstgevendheidsvoordeel voor banken of hun aandeelhouders.

Figuur 3.4 De winstgevendheid van Europese banken is niet langer structureel lager dan van Amerikaanse banken



Figuurnoot: De figuur toont het rendement op eigen vermogen (*return on equity*) en is een maat van winstgevendheid. Beide reeksen betreffen naar balansomvang gewogen gemiddelden: de VS-reeks omvat alle geconsolideerde Amerikaanse banken; de EU/EER-reeks een steekproef van circa 150 grote banken die meer dan 80% van de Europese bankactiva vertegenwoordigen.
Bron: EBA; Federal Reserve Bank of New York

Het is minder eenduidig dan vaak wordt verondersteld dat strengere kapitaaleisen banken benadelen ten opzichte van anders gereguleerde niet-bancaire kredietverstrekkers. Empirische studies laten zien dat strengere bankregulering de groei van NBFI's deels heeft bevorderd, maar dit effect is beperkt. Structurele factoren, zoals schaalvoordelen en marktvraag, spelen een grotere rol in die groei (Avalos et al., 2025; Buchak et al., 2018). Daarnaast is de asymmetrie in regulering deels gerechtvaardigd, omdat banken publieke voordelen genieten, zoals depositogarantie, toegang tot centrale bankfaciliteiten en impliciete overheidsgaranties. Deze voordelen kunnen prikkels geven om meer risico te nemen, omdat verliezen deels worden opgevangen door de overheid. Kapitaaleisen kunnen in dat licht worden gezien als een tegenwicht

[45] Deze verschillen in inkomstenmodel impliceren dat Europese banken relatief afhankelijk zijn van rente-inkomsten, waardoor hun winstgevendheid in een omgeving van hogere rente recent is geconvergeerd richting die van Amerikaanse banken (ECB, 2025b).

voor deze publieke vangnetten (Farhi & Tirole, 2012; Stein, 2012). Bovendien is het speelveld minder scheef dan het lijkt: banken zijn nauw verweven met de NBFI-sector en financieren deze zelf grotendeels via kredietlijnen en liquiditeitsfaciliteiten. Daardoor profiteren ze direct van de groei van de sector (Acharya et al., 2024).

De relatief hoge regeldruk voor Europese banken hangt in belangrijke mate samen met gefragmenteerde toepassing en institutionele complexiteit, niet met de regelgeving zelf. Europese banken hebben ten opzichte van internationale concurrenten hogere nalevingslasten. Dat komt door bijdragen aan depositogarantie- en afwikkelingsfondsen en aanvullende rapportageverplichtingen (European Parliament, 2025; Veron, 2024). Tegelijkertijd is de Europese regelgeving niet uniform strenger dan internationale minima. Zo gelden op sommige onderdelen juist uitzonderingen, zoals voor leningen aan het mkb, infrastructuurfinanciering en bepaalde derivatenposities. Daardoor liggen de eisen daar onder het internationale minimum (BCBS, 2017; Bednarek et al., 2025; Libertucci et al., 2026). Een belangrijk deel van de complexiteit en de regeldruk op Europese banken vloeit voort uit de onvoltooide interne markt: uiteenlopende nationale standaarden verhogen de nalevingskosten voor grensoverschrijdend opererende banken en belemmeren geïntegreerd risicobeheer op Europees niveau (ECB, 2025d). De ECB-vereenvoudigingsagenda richt zich op het wegnemen van deze overlap. De doelen zijn lagere administratieve lasten en diepere marktintegratie, terwijl het weerbaarheidsniveau ongewijzigd blijft (ECB, 2025d). DNB en het ministerie van Financiën pleiten daarbij voor een meer consistente en geharmoniseerde inzet van macroprudentiële buffers (DNB & MinFin, 2025).

Verdieping van Europese kapitaalmarkten is kansrijker in het verlagen van financieringskosten voor bedrijven en het stimuleren van extra investeringen. Europese kapitaalmarkten blijven versnipperd, waardoor financiering minder makkelijk grensoverschrijdend wordt aangetrokken en markten onvoldoende schaal hebben. Dit beperkt de toegang tot risicodragend kapitaal. Tegelijkertijd stroomt bankfinanciering vaker naar sectoren die minder bijdragen aan productiviteitsgroei, zoals vastgoed. Banken kunnen innovatieve sectoren zonder tastbaar onderpand namelijk minder goed bedienen. Bovendien blijken aandelenmarkten empirisch beter in staat innovatie-intensieve investeringen te financieren (Andreeva et al., 2024; CPB, 2025; Hsu et al., 2014). Voor Nederland speelt dit minder breed: hier zit de belangrijkste financieringskloof bij risicodragend kapitaal voor *scale-ups*, niet bij de algemene bedrijfsfinanciering (MinEZK, 2024). Volgens studies naar Europese groeibedrijven verklaart juist dit gebrek aan risicokapitaal in latere groeifasen waarom innovatieve bedrijven schaalvergroting buiten Europa zoeken (EIB, 2024). Het verlagen van kapitaaleisen zal aan deze structurele verschillen tussen bank- en kapitaalmarktfinanciering weinig veranderen. Verdieping van Europese kapitaalmarkten biedt een duidelijker perspectief voor het verlagen van kapitaalkosten en het stimuleren van extra investeringen (Caivano et al., 2025).

Europa's bankafhankelijkheid kan de transitiekosten van volledige Basel-III-implementatie verhogen, maar de sterke uitgangspositie van banken beperkt die kosten aanzienlijk. In de VS vangen kapitaalmarkten en niet-bancaire financiers een substantieel deel van een tijdelijke terugval in bankkrediet op wanneer banken hun balansen aanpassen (Buchak et al., 2018; Irani et al., 2021). In de eurozone is dit compenserende effect beperkter. Bij de aanscherping van kapitaaleisen voor systeemrelevante banken in 2011 en 2012 vingen andere partijen de tijdelijke terugval in kredietverlening bij banken slechts in beperkte mate op (Gropp et al., 2019; Mesonnier & Monks, 2015). De transitiekosten van hogere buffers kunnen daarmee in Europa groter zijn dan in de VS. Die kosten zijn echter beperkt wanneer banken ruime kapitaalbuffers hebben en winstgevendheid zijn, zoals op dit moment voor de meeste grote Europese banken het geval is. Hogere eisen kunnen dan in belangrijke mate binnen bestaande marges worden opgevangen, via winstinhouding of balansaanpassingen, met beperkte effecten op kredietverlening (Dagher et al., 2016; Miles et al., 2013; Schmitz et al., 2025).

Bankafhankelijkheid vergroot echter ook de stabiliteitsvoordelen van hogere buffers. Juist in de huidige geopolitieke context, waarin onvoorspelbare externe schokken en onzekerheid aan belang winnen, is de weerbaarheid van banken cruciaal. In een economische neergang hebben Europese bedrijven minder alternatieve financieringsbronnen als banken hun kredietverlening terugschroeven. Kapitaalmarkten kunnen die terugval in bankgeoriënteerde economieën namelijk maar beperkt opvangen. Onderzoek laat zien dat financiële crises daardoor economisch zwaarder zijn in bankgeoriënteerde dan in marktgeoriënteerde financiële structuren (Bats & Houben, 2020). Hierdoor werken kredietschokken sterker door in de reële economie. De kosten van hogere kapitaalbuffers liggen vooral in een mogelijke, tijdelijke beperking van kredietverlening wanneer banken dicht bij de minimumeisen opereren. Dat risico is beperkt bij de huidige solide uitgangspositie van Europese banken. De potentiële schade van een financiële crisis is daarentegen groot en langdurig (BCBS, 2010; Dagher et al., 2016; Miles et al., 2013).

Risico's van uiteenlopende regelgeving

Internationale verschillen in bankregulering kunnen leiden tot verschuiving van activiteiten naar minder gereguleerde landen en tot neerwaartse druk op kapitaaleisen. Als financiële regulering uiteenloopt verplaatsen financiële partijen activiteiten naar jurisdicties of instellingen waar de eisen minder bindend zijn (Houston et al., 2012; Reinhardt & Rogoff, 2009). Een verschuiving van activiteiten naar minder gereguleerde landen kan zorgen voor risico-opbouw buiten het zichtbare toezichtkader. Paragraaf 3.4 gaat nader in op de dynamiek van activiteitenverschuiving naar minder gereguleerde niet-bancaire financiële instellingen.

Nationale versoepeling van kapitaaleisen als reactie op buitenlandse concurrentiedruk dreigt een *race to the bottom* te worden en schaadt de financiële stabiliteit. Vooral grote, internationaal actieve Europese banken hebben te maken met concurrentie met buitenlandse banken. Deze Europese baken concurreren vooral voor grote internationaal actieve Europese banken die vanuit hun thuisbalans concurreren op syndicaatsleningen, obligatie-emissies en derivatenhandel voor multinationals, niet voor de brede bancaire sector of de binnenlandse kredietverlening. Landen kunnen prikkels hebben om eisen te verlagen om financiële activiteiten aan te trekken, ook al is collectief hogere weerbaarheid wenselijk (Acharya, 2003; Dell'ariccia & Marquez, 2006). Deze dynamiek is niet louter theoretisch. Zo heeft de EU al onderdelen van de Basel-III-implementatie uitgesteld vanwege vertragingen in de VS, terwijl de feitelijke divergentie in regelgeving toeneemt. Waar de EU de kern van het Basel-III-akkoord heeft geïmplementeerd, kiest de VS op onderdelen voor een lossere invulling (BCBS, 2025; EC, 2025; Fed, 2026b). Europese banken pleiten mede daarom voor versoepelingen (EBF, 2026). Toezichthouders waarschuwen juist dat een zwakkere Amerikaanse implementatie andere jurisdicties kan aanzetten tot vergelijkbare stappen (ECB & ESRB, 2026a; Fed, 2026b; FSB, 2026). Deze uiteenlopende implementatie vergroot de ruimte voor regelgevingsarbitrage en verzwakt de coördinatiefunctie van het internationale raamwerk.

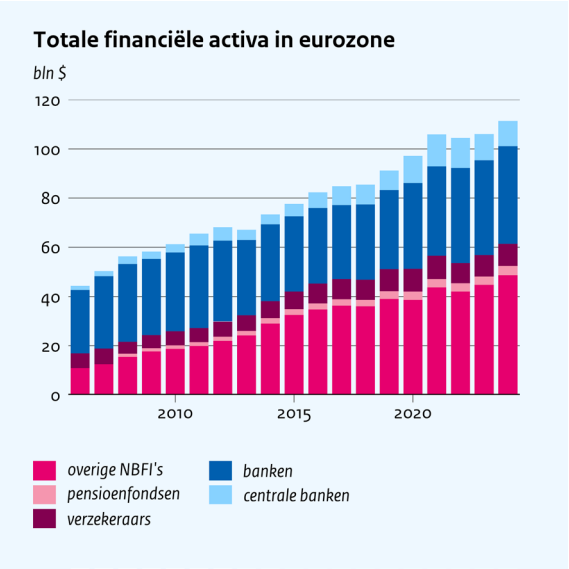
Uiteenlopende regelgeving en versoepelingen in het buitenland zijn ook een risico voor Nederland, via afhankelijkheid van internationale markten en de erosie van coördinatie. De Nederlandse economie is nauw verbonden met de VS via handel, investeringen en financiële infrastructuur. Hierbij vergroot de dominante internationale rol van de dollar structureel de afhankelijkheid van Nederlandse financiële instellingen van stabiele Amerikaanse markt- en beleidscondities (CPB, 2025; FSC, 2025). De directe blootstelling van Nederlandse banken aan schokken vanuit de VS is daarbij beperkt; de kwetsbaarheid zit vooral in indirecte kanalen via mondiale marktstress en vertrouwenseffecten (DNB, 2025b; FSC, 2025). Afnemende consistentie van internationale regelgeving en minder internationale afstemming maken het moeilijker om financiële risico's gezamenlijk te beheersen, terwijl de Nederlandse financiële stabiliteit daar mede van afhankelijk is (DNB, 2025b; FSC, 2025). Het antwoord op de dereguleringsdruk uit de VS is daarom ook niet Europese navolging van mogelijke versoepelingen in de VS. Dit leidt tot wederzijdse verslechtering van de financiële stabiliteit. De oplossing ligt in internationale coördinatie, harmonisering van bestaande

regelgeving en het wegnemen van structurele belemmeringen in Europese bank- en kapitaalmarkten die bijdragen aan het schaalnadeel van Europese banken. Dat kan onder meer via het afronden van de Bankenunie en de Kapitaalmarktunie.

3.4 Niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's)

De groei van de niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's) vergroot de financieringsmogelijkheden, maar verschuift risico's naar een minder goed zichtbaar deel van het financiële stelsel. Daardoor kunnen risico's zich opbouwen en verspreiden voordat toezichthouders volledig zicht hebben op de omvang ervan. Dit is voor Nederland bijzonder relevant: de NBFI's maken 74% uit van de Nederlandse financiële sector (54% exclusief pensioenfondsen en verzekeraars). Dat is fors meer dan in andere Europese landen (55%, figuur 3.5).[46] Het is een omvangrijke sector van financiële holdingstructuren, verzekeraars en beleggingsfondsen, waaronder hedgefondsen en *private credit*-verstrekkers die via derivaten, repo's en kredietlijnen nauw verweven zijn met het bankenstelsel.[47] Hoewel een groot deel van deze partijen onder toezicht staat, is het toezicht doorgaans lichter dan voor banken. Deze paragraaf analyseert via welke mechanismen deze instellingen risico's kunnen veroorzaken, hoe de verwevenheden met banken zijn geconcentreerd, en waarom het huidige toezichtkader tekortschiet om deze risico's tijdig te signaleren.

Figuur 3.5 NBFI's spelen een steeds grotere rol in het financiële stelsel



Bron: Financial Stability Board

Het centrale risico is niet de omvang of het type instelling, maar de onderliggende activiteiten en verwevenheden met banken en belangrijke financiële markten. Een verschuiving van financiële activiteiten buiten het bankwezen kan maatschappelijk wenselijk zijn als risico's terechtkomen bij partijen die verliezen kunnen dragen en/of niet nauw verbonden zijn met systeemrelevante instellingen. Het probleem ontstaat wanneer die risico's onvoldoende zichtbaar zijn en alsnog doorwerken op het bredere financiële stelsel. Niet

[46] Het hoge aandeel in Nederland wijst niet alleen op risico's. Een deel van de sector bestaat uit financiële holdingstructuren van buitenlandse multinationals die interne geldstromen faciliteren en weinig systeemrelevant zijn.
[47] Repo's (repotransacties) zijn kortlopende leningen waarbij effecten, zoals staatsobligaties, tijdelijk als onderpand worden overgedragen. Derivaten zijn financiële contracten waarvan de waarde afhangt van een onderliggende waarde, zoals een rentestand of aandelenkoers. Ze worden gebruikt om risico's af te dekken of posities op te bouwen zonder de onderliggende activa te bezitten. Kredietlijnen zijn vooraf afgesproken faciliteiten waarbij een bank een instelling tot een bepaald bedrag kan laten opnemen wanneer dat nodig is.

alle onderdelen van de NBFI-sector dragen daarom in gelijke mate bij aan systeemrisico. Holdingstructuren van buitenlandse multinationals die interne geldstromen faciliteren, dragen bijvoorbeeld weinig bij aan systeemrisico's. Pensioenfondsen en verzekeraars staan doorgaans onder relatief streng toezicht en gebruiken gemiddeld beperkt hefboomfinanciering. Zij blijven daarom vaak buiten beschouwing in nauwere NBFI-definities die zich richten op instellingen die vergelijkbare risico's nemen als banken. Tegelijkertijd laat de crisis op de Britse staatsobligatiemarkt van 2022 zien dat ook instellingen buiten deze nauwe NBFI-definitie systeemrisico kunnen veroorzaken. Dat komt door hun verwevenheden met partijen die er wel onder vallen. Britse pensioenregelingen gebruikten hefboomstrategieën om met beperkte eigen inleg renterisico af te dekken, deels via beleggingen in zogeheten LDI-fondsen.[48] Deze posities waren door het gebruik van derivaten en hefboomwerking slechts beperkt zichtbaar voor toezichthouders. Ze werden bij een scherpe rentestijging gedwongen staatsobligaties te verkopen om bijbetalingen te voldoen. Dit versterkte de rentestijging en dwong de Bank of England tot interventie (BoE, 2023).[49] Risico's ontstaan met name via hefboomfinanciering, via *open-end* fondsen die dagelijkse uitstapmogelijkheden bieden, en onderlinge verwevenheid, waaronder de nauwe financiële relaties tussen NBFI's en banken. Ze kunnen zich ook buiten de balans opbouwen, bijvoorbeeld via derivatenposities. Daar komt bij dat de blootstelling van Europese banken zich niet beperkt tot de Europese NBFI-sector. Zo staan Europese banken via repo's en kredietlijnen ook bloot aan niet-Europese NBFI's, zoals Noord-Amerikaanse hedgefondsen. Die zijn voor Europese toezichthouders grotendeels ondoorzichtig (ECB & ESRB, 2026b). Daardoor kan de sector tegelijkertijd groot lijken zonder direct risicovol te zijn, en risicovol zijn zonder dat dit volledig in de omvang zichtbaar is.

De verschuiving van activiteiten van banken naar NBFI's de afgelopen vijftien jaar is substantieel. De totale NBFI-activa in de eurozone groeiden van circa 23.000 mld euro in 2008 naar 54.000 mld euro eind 2023, inmiddels bijna 60% van alle financiële activa. De groei werd gedreven door beleggingsfondsen en overige financiële intermediairs, terwijl het aandeel van pensioenfondsen en verzekeraars stabiel bleef. NBFI's verzorgden in 2025 naar schatting 37% van de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven. Dat is meer dan een verdubbeling ten opzichte van de circa 15% voor de grote financiële crisis van 2008 (ECB, 2022, 2025b).[50] Deze verschuiving biedt voordelen: meer diversificatie van financieringsbronnen en minder concentratie van risico's bij banken. Maar tegelijkertijd verplaatsen risico's zich naar instellingen zonder directe toegang tot centrale bankfaciliteiten of depositogaranties, en buiten het strenge toezichtkader dat voor banken geldt.[51] Dit kan wenselijk zijn, voor zover verliezen worden gedragen door partijen die geen systeemrisico vormen. Die voorwaarde is echter niet vanzelfsprekend: via kredietverlening, repo's, derivaten en andere verwevenheden kunnen risico's bij NBFI's alsnog doorwerken naar banken of andere systeemrelevante partijen. De verschuiving naar NBFI's betekent daarom niet dat banken gevrijwaard zijn van deze risico's. Banken kunnen juist zelf een belangrijke transmissieroute vormen, doordat zij bewust financiering, liquiditeit of hedgingdiensten aanbieden aan NBFI's. Het probleem ontstaat vooral wanneer de omvang, concentratie of indirecte doorwerking van deze risico's onvoldoende zichtbaar is op systeemniveau. Het onderstaande tekstkader 'Hoe NBFI's stress kunnen veroorzaken en verspreiden' en de bijbehorende tabel 3.1 geven een overzicht van de belangrijkste risicokanalen en tonen per type NBFI de economische rol, het dominante stressmechanisme en de verwevenheid met banken.

[48] LDI-fondsen (*Liability-Driven Investment*) helpen pensioenfondsen om renterisico's op toekomstige verplichtingen af te dekken, vaak met behulp van derivaten en hefboomwerking, zodat een beperkte inleg een grote rentegevoeligheid kan afdekken.
[49] Nederlandse pensioenfondsen kwamen in maart 2020 in een vergelijkbare situatie terecht. Hun bijbetalingsverplichtingen bedroegen in twaalf dagen circa 50 mld euro, al konden zij dit vanwege hun buffers zonder externe interventie opvangen (ESRB, 2025).
[50] Dit cijfer omvat alle niet-bancaire financiële intermediairs. Dat is inclusief entiteiten die formeel buiten de geconsolideerde bankbalans opereren, maar die banken zelf hebben opgericht: securitisatievehikels, leasedochters en financieringsconduits. Een deel van deze groei weerspiegelt daarmee niet zozeer een opkomst van niet-bancaire kredietverleners, maar een herstructurering van bancaire activiteiten buiten de perimeter van de strengere bankenregulering. Voor een smalle definitie die zich beperkt tot onafhankelijke niet-bancaire kredietverstrekkers, bedraagt het aandeel circa 29% (ECB & ESRB, 2026a).
[51] Dat toezichtverschil is deels gerechtvaardigd: bij NBFI's worden verliezen directer gedragen door beleggers, terwijl problemen bij banken sneller systeemrisico kunnen veroorzaken.

Hoe NBFI's stress kunnen veroorzaken en verspreiden

Via het hefboom- en onderpandkanaal kunnen prijsdalingen bij NBFI's een zichzelf versterkend verkoopproces in gang zetten. Dalende activaprijzen leiden tot *margin calls*: verplichtingen om extra onderpand te leveren wanneer de waarde van posities daalt. Dit kan partijen dwingen tot verkopen, wat prijzen verder drukt en een neerwaartse spiraal kan versterken (Adrian & Shin, 2010; Brunnermeier & Pedersen, 2009). Een deel van de schuldopbouw bij hedgefondsen gaat via derivaten en is daardoor minder zichtbaar in reguliere statistieken. Een verwante kwetsbaarheid is de beperkte zichtbaarheid van onderpandhergebruik: dezelfde staatsobligatie kan meerdere keren in de financiële keten circuleren als onderpand. Dat vergroot de marktliquiditeit, maar geeft toezichthouders beperkt zicht op de omvang van de onderlinge afhankelijkheden (ECB & ESRB, 2026b). Spanningen verspreiden zich ook via staatsleningmarkten en repo's. Hedgefondsen en pensioenfondsen zijn kwetsbaar via dit kanaal: zij dekken renterisico af met derivaten waarvoor zij bij sterke rentebewegingen snel extra onderpand moeten leveren. Verkoop van staatsobligaties kan dan marktstress versterken. Voor Nederlandse pensioenfondsen is dit echter alleen in extreme scenario's nodig, omdat zij doorgaans over voldoende andere liquide middelen beschikken.

Via het liquiditeitskanaal kunnen *open-end* fondsen bij stress markten destabiliseren: dagelijks uitstappen kan gedwongen verkopen op gang zetten, wat ook andere fondsen met vergelijkbare portefeuilles kan raken. Open-end fondsen kunnen dagelijkse terugkoop van participaties aanbieden, terwijl de onderliggende beleggingen niet altijd direct zonder effect op de prijzen te verkopen zijn. Dit geeft beleggers bij onverwachte prijsdalingen een prikkel om als eerste uit te stappen, wat gedwongen verkopen in gang zet die ook andere instellingen met vergelijkbare portefeuilles raken (Chen et al., 2010; Goldstein et al., 2017). Wanneer grote groepen fondsen met vergelijkbare strategieën tegelijk verkopen, kan dit financiële markten direct destabiliseren. De marktstress tijdens de corona-uitbraak in 2020 illustreert dit mechanisme. Geldmarktfondsen kregen toen te maken met massale gelijktijdige uitstroom. Daardoor droogde de markt voor kortlopende bedrijfsfinanciering zo snel op, dat centrale banken moesten ingrijpen. Deze interventies waren gericht op herstel van de marktwerking, wat benadrukt dat vooral de door fondsen gefinancierde markten systeemrelevant kunnen zijn. Tegelijk kan de verwachting van dergelijk ingrijpen prikkels creëren voor fondsen om meer risico te nemen dan maatschappelijk wenselijk is, wat het belang van toezicht vergroot (ECB, 2024; FSB, 2020).

Via het financieringskanaal lopen banken in de eurozone risico wanneer NBFI's bij stress kortlopende financiering terugtrekken, maar de verwevenheid loopt in beide richtingen. In de eurozone zijn banken per saldo netto-ontvangers van financiering vanuit NBFI's, die circa 17% van hun balansen financieren (ECB & ESRB, 2026b). Een belangrijke kwetsbaarheid is dat een aanzienlijk deel van deze financiering kortlopend is en vaak in dollars luidt. Deze financiering wordt frequent hernieuwd en kan bij internationale marktstress abrupt terugvallen, terwijl vervangingsmogelijkheden beperkt zijn (ECB & ESRB, 2026b). Tegelijkertijd verstrekken banken financiering en krediet aan NBFI's met een omvang van circa 10% van hun activa, onder meer via repo's en kredietlijnen. Dit betekent dat banken bij bredere marktstress met twee schokken tegelijk kunnen worden geconfronteerd: verliezen op hun blootstellingen én het wegvallen van financiering vanuit dezelfde sector. Dit kredietrisico is in de VS groter dan in Europa, maar groeit ook hier naarmate private credit en kapitaalmarktfinanciering zich verder ontwikkelen (Acharya et al., 2024; ECB, 2025b).

Tabel 3.1 Overzicht NBFI-typen: economische rol, stressmechanisme en bankverwevenheid

Type NBFI	Economische rol	Stressmechanisme	Bankverwevenheid
Verzekeraars en pensioenfondsen	Beleggen pensioenpremies en verzekeringsgeld langdurig in bedrijven en overheden	Sterke renteschommelingen veroorzaken bijstortingsverplichtingen die gedwongen verkopen veroorzaken	Banken zijn tegenpartij bij derivaten; fondsen bezitten bankobligaties
Geldmarktfondsen	Verschaffen dagelijkse financiering aan grote bedrijven en banken als alternatief voor bankfinanciering	Zelfs een kleine waardedaling triggert uitstroom, doordat beleggers als eerste willen vertrekken en kortlopende bankfinanciering dan direct opdroogt	Fondsen zijn grote en kwetsbare financieringsbron voor banken en houden bankobligaties
Beleggingsfondsen	Beleggen spaargeld collectief in aandelen en obligaties	Massale uitstroom dwingt tot gedwongen paniekverkopen die prijzen verder drukken	Banken verstrekken kredietlijnen; fondsen houden bankobligaties
Hedgefondsen	Verschaffen liquiditeit door actief te kopen en verkopen	Dalende prijzen veroorzaken bijstortingsverplichtingen die voor gedwongen verkopen zorgen	Banken verstrekken repo-financiering en zijn tegenpartij bij derivaten
Private credit fondsen	Verstrekken leningen aan bedrijven die bij banken moeilijk terechtkunnen	Verliezen blijven lang verborgen door ondoorzichtige waarderingen en het uitstellen van wanbetalingen via herstructureringen	Banken verstrekken kredietlijnen en zijn daarmee indirect blootgesteld aan verliezen
Securitisatie-vehikels	Maken bankleningen verhandelbaar, waardoor banken meer kunnen uitlenen en zich goedkoper kunnen financieren	Marktfinanciering valt bij stress plotseling weg, bank moet via garanties het risico alsnog op de eigen balans opneemt	Banken verstrekken kredietgaranties en houden zelf ook tranches

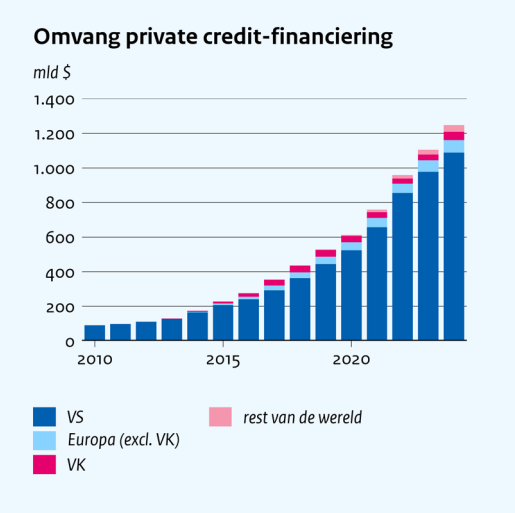
De verwevenheden concentreren zich in de EU bij een beperkt aantal grote instellingen, waardoor het uitvallen van één partij snel stelselwijde gevolgen kan hebben. De tien grootste ECB-toezichtbanken houden circa 70% van de vorderingen op NBFI's en circa 60% van de NBFI-financiering. Blootstellingen aan NBFI's met hoge hefboomfinanciering zijn daarnaast geconcentreerd in een handvol landen, met name Frankrijk, Duitsland, Finland en Ierland (BIS, 2024; ECB & ESRB, 2026b). De zichtbare blootstellingen van de grootste banken zijn vooral hedgefondsen, de meest risicovolle categorie NBFI's. Blootstellingen aan private credit en private equity vallen grotendeels buiten deze cijfers, omdat toezichthouders er nauwelijks zicht op hebben (ECB & ESRB, 2026b). In het tekstkader 'Private credit: een illustratie van toezichtblinde vlekken' gaan we hier nader op in. Nederlandse banken ontvangen substantiële financiering van verzekeraars en pensioenfondsen, maar deze zijn een structureel stabielere bron dan geldmarktfondsen. Dat komt doordat deze instellingen langetermijnverplichtingen hebben en geen acute uitstroom van deelnemers. De kern van de kwetsbaarheid is dat grote banken voor veel NBFI's een centrale en moeilijk vervangbare tegenpartij zijn. Wanneer deze banken onder druk komen te staan, kan dit ertoe leiden dat pensioenfondsen hun renterisico moeilijker kunnen afdekken en hedgefondsen hun posities minder goed kunnen financieren. Dit kan een kettingreactie in financiering en marktliquiditeit op gang brengen (DNB, 2025a; ECB & ESRB, 2026b).

Private credit: een illustratie van toezichtblinde vlekken

Recente ontwikkelingen in *private credit* tonen hoe risico's zich kunnen ophopen in delen van het financiële stelsel waar toezichthouders beperkt zicht op hebben. De sector groeide van circa 100 mld dollar wereldwijd in 2010 naar meer dan 1.200 mld in 2024 (figuur 3.6). Dit is een ondergrens, omdat de markt beperkte rapportageverplichtingen heeft. De groei is sterk geconcentreerd in de VS, met ruim 87% van de uitstaande leningen. Ook in Europa groeit de markt fors. Hier zijn banken en institutionele beleggers blootgesteld via kredietlijnen, securitisaties en fondsparticipaties, terwijl de omvang ervan onvoldoende zichtbaar is (ECB & ESRB, 2026b). Kenmerkend is de gelaagde schuldstructuur: private-equityfondsen financieren overnames met veel schuld, daarvoor worden leningen aangegaan bij *private credit*-fondsen die zich op hun beurt deels financieren met bankkrediet, en banken verstrekken soms ook rechtstreeks krediet aan dezelfde onderliggende bedrijven. Hierdoor rusten meerdere lagen schuld op hetzelfde kredietrisico zonder dat het totaalbeeld zichtbaar is (ECB, 2024).

Tegelijk stapelen stresssignalen zich op. Leningen aan AI-gerelateerde bedrijven groeiden tussen 2022 en 2025 van nagenoeg nul naar meer dan 200 mld dollar, circa 8% van alle uitstaande *private credit*-leningen (Aldasoro et al., 2026). Risico-opslagen voor deze leningen zijn nauwelijks hoger dan voor andere leningen, terwijl aandelenmarkten hoge groeiverwachtingen inprijzen (Aldasoro et al., 2026). Dit kan wijzen op een onderschatting van het kredietrisico. Ook stapelen stresssignalen zich op. Circa 40% van de bedrijven die bij *private credit*-fondsen leenden had eind 2024 structureel hogere uitgaven dan inkomsten, tegenover 25% in 2021 (IMF, 2025). Tegelijk blijven wanbetalingscijfers laag, omdat problemen worden uitgesteld via herstructureringen van de schuld en waarderingen niet op marktprijzen zijn gebaseerd en vaak slechts per kwartaal worden vastgesteld (DNB, 2025a; ECB, 2025a; IMF, 2025). De faillissementen van Tricolor en First Brands in september 2025 illustreren hoe verliezen via *private credit*-fondsen kredietfondsen en securitisaties kunnen doorwerken. Meer dan 200 beleggingsfondsen werden toen geraakt, waaronder fondsen waarin ook pensioenfondsen en verzekeraars beleggen (DNB, 2025a; ECB, 2025a).

Figuur 3.6 Private credit is sinds de grote financiële crisis fors gegroeid



Bron: BIS (2025)

Versnipperd toezicht beperkt het zicht op systeemrisico's

Gefragmenteerd toezicht gaat gepaard met gefragmenteerde data, waardoor een volledig beeld van de verwevenheden in het stelsel ontbreekt. Voor hedgefondsen, private equity en *private credit* buiten de EU ontbreken adequate toezichtdata grotendeels. Deze segmenten rapporteren nauwelijks en zijn voor Europese toezichthouders grotendeels ondoorzichtig. Een ander deel van die data bestaat wel, maar is niet koppelbaar. Zo opereren toezichthouders op banken, beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen met verschillende mandaten en datastandaarden, waardoor een geconsolideerd beeld in de praktijk niet te maken is. Waar gedetailleerdere data wel beschikbaar zijn, vereist het gebruik bijzondere analytische inspanning en kent het dekkingsgaten. Daardoor is routinematig toezicht op deze verwevenheden nauwelijks mogelijk (ECB & ESRB, 2026b).[52] In Nederland heeft DNB als geïntegreerde toezichthouder een relatief goed beeld van de verwevenheden binnen de binnenlandse financiële sector, maar dit is slechts een beperkt deel van blootstellingen van de Nederlandse financiële instellingen. Zolang financiële markten langs nationale grenzen zijn georganiseerd, volgen toezichtmandaten die grenzen. Zo blijven risico's die grensoverschrijdend ontstaan buiten het zicht van individuele toezichthouders (ECB & ESRB, 2026b). Voltooiing van de Europese spaar- en investeringsunie biedt daarom niet alleen kansen voor een sterkere concurrentiepositie, maar ook aanleiding om het toezicht op grensoverschrijdende financiële activiteiten te versterken. Dat zou toezichthouders een completer beeld geven van de verwevenheden die de financiële stabiliteit kunnen bedreigen.

Gefragmenteerd toezicht maakt dat risico-opbouw in delen van het financiële stelsel minder zichtbaar is, waardoor bij marktstress eerder ingrijpen door centrale banken nodig wordt. Toezicht is verdeeld over meerdere regimes. Daardoor kunnen risico's zich ophopen in verbindingen tussen financiële instellingen, in de repomarkt en via derivatenposities, zonder dat één toezichthouder het volledige beeld heeft. Als die risico's werkelijkheid worden, kan ingrijpen door centrale banken noodzakelijk zijn. Dat is ook zo als er formeel geen verplichting bestaat, zoals in 2020 bij geldmarktfondsen en in 2022 bij de Britse staatsobligatiemarkt. Deze ingrepen kunnen bij instellingen de verwachting voeden dat verliezen bij brede marktstress deels publiek worden opgevangen. Die verwachting is zelf een risicofactor: het wordt aantrekkelijker schulden op te bouwen en risico te nemen als de kosten van falen niet volledig zelf worden gedragen (Acharya & Tuckman, 2014; Farhi & Tirole, 2012; Stein, 2012). Hierdoor kan risico-opbouw verder toenemen en stijgt de kans op toekomstig ingrijpen.

Er zijn internationale richtlijnen om systeemrisico's door NBFI's te beperken, maar de EU-implementatie blijft achter en een stelselbreed instrumentarium ontbreekt. Andere jurisdicties hebben stappen gezet die in de EU nog niet volledig zijn doorgevoerd, zoals bij geldmarktfondsen en het beperken van risicovolle schuldopbouw (ECB & ESRB, 2024; FSB, 2025). Ook aanbevelingen van de Financial Stability Board (FSB) zijn nog niet volledig vertaald naar Europese regelgeving, zoals over strengere rapportage, beperkingen op hefboomposities en maatregelen rond margin- en repo-financiering (FSB, 2026).[53] De centrale banken van de eurolanden en de ECB presenteerden eind 2024 aanbevelingen voor een sterker stelselbreed toezichtkader voor NBFI's. Deze vereisen wetgevende opvolging van de Europese Commissie, maar een concreet voorstel is nog niet gepubliceerd (EC, 2025; ECB & ESRB, 2024). Er ontbreekt vooral een gezamenlijk stresstest-kader voor banken én NBFI's, waarmee toezichthouders verwevenheden zichtbaar kunnen maken voordat stress uitbreekt. De ontwikkeling hiervan kan jaren duren en wordt bemoeilijkt door gefragmenteerd toezicht (ECB, 2025b; ECB & ESRB, 2026b). Het gezamenlijke initiatief van de ministers van Financiën van Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, Polen en Spanje van maart 2026 is een stap richting minder versnipperd toezicht,

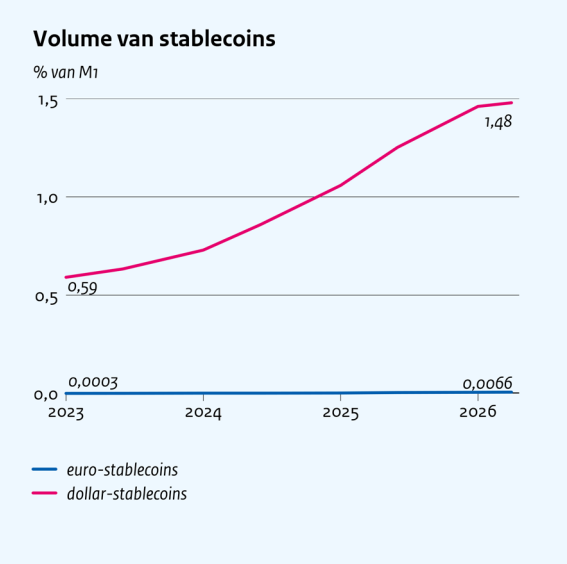
[52] De geconsolideerde toezichtdata elimineren intragroepblootstellingen, leningen van een bank aan haar eigen dochterondernemingen, die daardoor niet zichtbaar zijn in de standaard toezichtrapportages. Meer gedetailleerde datasets bevatten deze blootstellingen wel, maar dekken alleen entiteiten binnen de eurozone. Blootstellingen via niet-eurozonedochters van eurozone-banken zijn ook in deze datasets niet opgenomen. Banken steunen gelieerde entiteiten bovendien in stress ook zonder contractuele verplichting om reputatieschade te vermijden. Daardoor keert economisch risico bij stress naar de groep terug (ECB & ESRB, 2026b).
[53] De Financial Stability Board is het internationale coördinatieorgaan voor financiële regelgeving namens de G20.

al richt het zich primair op marktinfrastructuur (E6, 2026). De uitdaging is om het zicht op verwevenheden en risico's te verbeteren voordat een volgende stressperiode opnieuw publiek ingrijpen noodzakelijk maakt.

3.5 Stablecoins

Stablecoins zijn cryptovaluta die beogen inwisselbaar te zijn tegen één euro of één dollar. In tegenstelling tot centralebankgeld, zoals *central bank digital currency* (CBDC), worden stablecoins privaat uitgegeven en niet ondersteund door een centrale bank. Uitgevers ondersteunen de inwisselingsbelofte met reserves in bezittingen die snel verkocht kunnen worden wanneer gebruikers hun geld willen terugwisselen.[54] Stablecoins verschillen daarmee wezenlijk van andere cryptomunten, die niet worden gedekt en waarvan de waarde dus volledig afhangt van het vertrouwen dat gebruikers hebben dat anderen de munt accepteren. Stablecoins worden momenteel vooral gebruikt in de handel in cryptovaluta, maar fungeren in toenemende mate ook als alternatief voor bankrekeningen en internationale overboekingen (Adrian et al., 2025). Ze verschillen ook van traditionele bankrekeningen, omdat de tegoeden niet worden gebruikt voor de financiering van leningen die niet direct opvraagbaar zijn, zoals hypotheken of leningen aan bedrijven. Zolang de uitgever van de stablecoin daadwerkelijk de beloofde reserves aanhoudt, wordt het risico op een situatie waarin mensen hun geld niet terug kunnen krijgen beperkt. In de praktijk zijn meer dan 99% van de stablecoins in omloop gekoppeld aan de dollar (CoinMarketCap, 2026). Euro-stablecoins vormen ongeveer 0,2% van alle uitgegeven stablecoins en zijn ook relatief aan de geldhoeveelheid veel kleiner dan dollar-stablecoins (figuur 3.7).

Figuur 3.7 Het stablecoinvolume neemt in Europa en de VS toe, maar is in de VS beduidend groter



Figuurnoot: Het volume van dollar-stablecoins en euro-stablecoins is gedeeld door de M1-geldhoeveelheid in respectievelijk dollars en euro's. De M1-geldhoeveelheid omvat het chartale geld in omloop en de direct opvraagbare banktegoeden die zonder noemenswaardige vertraging voor betalingsverkeer kunnen worden gebruikt.
Bron: CoinMarketCap; ECB; FRED; CPB-berekening

Stablecoins hebben lage transactiekosten, waardoor zij aantrekkelijk zijn als betaalmiddel. In landen met hoge transactiekosten kan het daarom gunstig zijn om van de lokale munt naar stablecoins over te stappen. Zo worden ze in toenemende mate gebruikt in opkomende markten voor grensoverschrijdende betalingen (IMF, 2026a). Momenteel bieden gespecialiseerde bedrijven stablecoins aan, maar ook traditionele banken en

[54] Bestaande stablecoins voldoen in de praktijk niet altijd aan deze kenmerken. Veel uitgevende instellingen zijn buiten de EU en VS gevestigd en houden deels minder liquide reserves aan. In deze analyse wordt primair uitgegaan van een gereguleerd scenario onder reguleringskaders als MiCAR of de GENIUS Act, die strengere eisen stellen aan reservebeheer, liquiditeit en transparantie.

overheden verkennen toepassingen binnen het bestaande financiële stelsel. Een voorbeeld is Qivalis. Hierin hebben 37 Europese banken zich verenigd, waaronder ING, ABN Amro en Rabobank. Het doel is om vanaf de tweede helft van 2026 een euro-gekoppelde stablecoin uit te geven (BNP Paribas, 2025). De totale marktomvang van stablecoins is op het moment 300 mld dollar, maar analisten verwachten dat de markt groeit naar 900 tot 4000 mld dollar in 2030 (CoinMarketCap, 2026; Ghose et al., 2025).

Een andere aanpak in de EU dan in de VS

Europa werkt aan een publieke digitale euro, terwijl de VS het initiatief volledig aan de markt laat. De digitale euro is een CBDC die door de ECB wordt ontwikkeld om digitale betalingen een publiek goed te maken. De Amerikaanse Anti-CBDC Surveillance State Act (2025) verbiedt expliciet het uitbrengen van een CBDC-dollar en zet volledig in op private stablecoins. Momenteel beschikken vier landen over een actieve CBDC en bevinden zeventien landen zich in een pilotfase. De grootste CBDC is de digitale yuan in China, met meer dan 230 mln gebruikers (CBDC Registry, 2026). Daarnaast onderzoekt 91% van de ondervraagde centrale banken de mogelijkheid tot invoering van een CBDC (Illes et al., 2025). Publiek digitaal geld en private stablecoins kunnen vergelijkbare toepassingen hebben, maar er zijn verschillen tussen de betalingsmiddelen. Een gevolg van de Amerikaanse aanpak is dat private stablecoins bij brede adoptie de vraag naar kortlopende staatsobligaties verhogen. Dit leidt tot een lagere rente op staatsobligaties, wat de financiering van de staatsschuld goedkoper maakt (Ahmed & Aldasoro, 2026). Daarnaast zijn er verschillende visies over de vraag of het vanuit privacyperspectief beter is als data van betalingen bij private partijen dan wel bij de overheid terechtkomen (Leucci, 2026). Daarentegen kan een sterke afhankelijkheid van private stablecoins leiden tot fragmentatie van het betalingslandschap, waarbij verschillende munten naast elkaar bestaan met uiteenlopende toepassingen en acceptatiegraden.

Een van de belangrijkste verschillen tussen de Amerikaanse en Europese aanpak zijn de eisen die gesteld worden aan de reserves die stablecoins aan moeten houden. Overheden stellen toezicht in op de reserves van stablecoins om te waarborgen dat huishoudens de stablecoins ook daadwerkelijk kunnen inwisselen voor de onderliggende munt. De Europese MiCAR[55] vereist dat significante[56] stablecoins 60% van hun reserves in bankdeposito's aanhouden en de rest in liquide kredietwaardige activa (MiCAR, 2023).[57] In de VS kunnen de reserves onder de GENIUS Act[58] daarentegen volledig in liquide en kredietwaardige activa gehouden worden (GENIUS Act, 2025). De Europese aanpak verbindt stablecoins nauw aan het bestaande bankstelsel, terwijl ze in de Amerikaanse aanpak los van het bankstelsel staan.

Op dit moment lijkt een scenario met lage adoptie van stablecoins in Europa het meest aannemelijk, maar het is van belang deze trend te monitoren. De euro fungeert als relatief stabiele valuta, met gematigde inflatie. Daardoor is de toegevoegde waarde van stablecoins als waardeopslag voor huishoudens en bedrijven vooralsnog beperkt. Daarnaast kent Europa, vanwege EU-regulering, lage transactiekosten bij online betalingen en betalingen met een bankpas (IFR, 2015). Dit verkleint de prikkel om over te stappen op alternatieve betaalmiddelen. In landen als de VS, waar de kosten voor betalingen doorgaans hoger zijn, kan deze prikkel groter zijn (Weiner & Wright, 2005). Hoewel stablecoins tot nu toe dus vooral voor andere doeleinden dan betalingen worden gebruikt, is de kans in de VS op bredere adoptie in de economie groter. Tegelijkertijd blijven de kosten voor bepaalde segmenten ook in de EU relatief hoog, zoals voor transacties die

[55] MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation) is een Europese verordening die een geharmoniseerd regelgevend kader vaststelt voor cryptoactiva en aanbieders van cryptoactivadiensten binnen de EU.
[56] Een stablecoin wordt onder MiCAR als 'significant' geclassificeerd als aan minimaal drie van zeven criteria wordt voldaan, waaronder dat de stablecoin meer dan 10 mln gebruikers heeft, een marktwaarde van meer dan 5 mld euro bereikt en meer dan 2,5 mln transacties per dag verwerkt met een gezamenlijke waarde van ten minste 500 mln euro (MiCAR, 2023).
[57] De toegestane activa bestaan uit staatsobligaties, repo's en contanten in de munteenheid waarop de stablecoin is gebaseerd (MiCAR, 2023).
[58] De GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act) is een Amerikaanse federale wet die een kader vaststelt voor de regulering van stablecoins.

de grens van de eurozone overschrijden en commerciële transacties. Hier kunnen goedkopere of efficiëntere alternatieven, waaronder stablecoins, op termijn aan aantrekkelijkheid winnen.

Nieuwe risico's afhankelijk van het adoptieniveau

De risico's van stablecoins hangen af van het adoptieniveau en of ze adequaat gereguleerd zijn. Bij lage adoptie zijn er vooral risico's voor individuele gebruikers, terwijl bij een grotere adoptie ook systeemrisico's kunnen optreden. In Europa beoogt MiCAR de mogelijke risico's van stablecoins te beperken. Het is nog lastig te zeggen hoe effectief en doelmatig MiCAR is, omdat zowel stablecoins als de regulering ervan relatief nieuw zijn. Deze subparagraaf bespreekt daarom mogelijke risico's en de pogingen om deze te voorkomen. Beleidsmakers moeten blijven toetsen of de regulering van stablecoins volstaat.

In een scenario met lage adoptie in Europa is het voornaamste risico dat stablecoinuitgevers de vaste koppeling aan een referentievaluta niet kunnen handhaven. Het vertrouwen in stablecoins is nauw verbonden met de verwachting dat deze te allen tijde tegen volledige waarde kunnen worden ingewisseld. Historisch gezien is het voor private vormen van geld moeilijk gebleken om dit vertrouwen consistent te waarborgen. Ook stablecoins hebben al met dergelijke kwetsbaarheden te maken gehad. Zelfs bij volledig gedekte stablecoins kan de koppeling breken als er twijfel ontstaat over de toegankelijkheid van de reserves. In maart 2023 viel de waarde van stablecoin USDC tijdelijk naar 0,87 dollar, nadat bleek dat 3,3 mld dollar aan reserves vastzat bij de failliete Silicon Valley Bank (C. Du et al., 2025). Dergelijke gebeurtenissen kunnen leiden tot plotselinge uitstroom van middelen, waarbij uitgevers activa moeten liquideren om aan inwisselverzoeken te voldoen. Om dit te voorkomen, borgt regulering van stablecoins, zoals MiCAR en de GENIUS Act, toezicht op de reserves die stablecoinaanbieders aanhouden. Het risico op een verlies van de koppeling is inherent aan private stablecoins. Digitaal geld uitgegeven door een centrale bank, zoals een digitale euro uitgegeven door de ECB, kent dit specifieke risico niet. Dat komt doordat het geen claim is op een private partij.

In een scenario met een grotere omvang van stablecointegoeden kan een vertrouwenscrisis bij een stablecoinuitgever ook banken in de problemen brengen. Er is een directe balansrelatie tussen stablecoinuitgevers en het bankwezen, doordat reserves gedeeltelijk onder MiCAR in bankdeposito's aangehouden worden (EBA, 2024a). Een plotselinge toename van inwisselverzoeken bij een stablecoin kan leiden tot aanzienlijke liquiditeitsbehoeften bij de uitgever. Dit vertaalt zich in een grote deposito-uitstroom vanuit de banken waar de uitgever zijn reserves aanhoudt.

Problemen bij een stablecoin leiden doorgaans niet direct tot het omvallen van een bank, maar kunnen onder ongunstige omstandigheden wel uitgroeien tot een liquiditeitscrisis. Een bank die haar liquiditeitsbuffers op orde heeft, kan een plotselinge opname doorgaans zelf opvangen via eigen reserves of door te lenen bij de ECB via de zogeheten *Marginal Lending Facility*. Crypto-runs kunnen echter op elk moment plaatsvinden, maar het bancaire afwikkelsysteem draait niet altijd.[59] Daardoor kan dit mogelijk tot liquiditeitsproblemen leiden (Coste, 2024). In uiterste nood kunnen nationale centrale banken noodliquiditeit verlenen via de *Emergency Liquidity Assistance*. Het risico op besmetting, waarbij schokken doorwerken naar het bredere financiële stelsel, is het grootst wanneer meerdere factoren samenvallen. Bijvoorbeeld als een bank die al kwetsbaar is en waar het onderpand schaars of al verpand is plotseling te maken krijgt met een opname die groot is ten opzichte van de bankbalans. De 1,5%-regel onder MiCAR beoogt dit concentratierisico te beperken. Deze regel houdt in dat een uitgever nooit meer dan 1,5% van de totale bankactiva bij een bank mag aanhouden (EBA, 2024a).

[59] Het TARGET-betalingssysteem is operationeel op TARGET-werkdagen tussen 07:00 en 18:00 uur. Na sluiting van TARGET kunnen tegenpartijen nog circa 30 minuten gebruikmaken van de marginale beleningsfaciliteit (TARGET2, 2007).

Stablecoins kunnen bij brede beschikbaarheid runs op traditionele banken versnellen door snelle omzetting van deposito's in digitale alternatieven. Bankdeposito's zijn in de EU tot een bedrag van 100 dzd euro verzekerd. De reserves die stablecoins-uitgevers aanhouden bij banken zijn echter nauwelijks gedekt door het depositogarantiestelsel.[60] Onderzoek laat zien dat de snelheid van geldopname sterk samenhangt met digitale informatieverspreiding en netwerken tussen depositohouders (Iyer & Puri, 2012), zoals bijvoorbeeld bleek bij de crisis rond Silicon Valley Bank. Stablecoins zouden bij een run op deposito's een relevante bestemming voor spaargeld kunnen zijn, wat de omvang en snelheid van een bankrun kan vergroten (Bindseil & Senner, 2023; Krogstrup et al., 2024). Dit risico zou beperkt kunnen worden door een plafond te stellen aan het bedrag dat in stablecoins mag worden aangehouden. Dergelijke limieten zijn niet opgenomen in MiCAR. Voor de digitale euro is een dergelijke limiet wel voorzien voor consumenten, al is de precieze hoogte nog niet vastgesteld (European Council, 2025).

Brede acceptatie van stablecoins of de digitale euro kan de gevolgen van een bankrun daarentegen dempen door het betalingsverkeer draaiende te houden. De literatuur laat zien dat bankstress en liquiditeitsproblemen kunnen leiden tot vertraagde betalingen en in sommige gevallen zelfs tot ernstige verstoringen in betalingssystemen (Freixas et al., 2000; Heijmans & Heuver, 2011). Stablecoins zouden als alternatief betaalsysteem kunnen voorkomen dat het betalingsverkeer stilvalt tijdens een bankencrisis, waardoor het minder erg is als een bank faalt. Stablecoinreserves die bij banken worden aangehouden zijn echter eveneens blootgesteld aan bancaire stress, wat kan leiden tot beperkingen in de beschikbaarheid van reserves en daarmee tot druk op de inwisselbaarheid van stablecoins. De uitwijkmogelijkheid naar stablecoins kan het morele gevaar voor banken om risico's te nemen verkleinen. Hiervoor moet wel een aan een aantal voorwaarden zijn voldaan. Er moet sprake zijn van brede acceptatie, operationele weerbaarheid en onafhankelijkheid van het banksysteem (Adrian et al., 2025). Een digitale euro kan hier met zijn publieke infrastructuur en centralebankreserves mogelijk een robuust alternatief voor bieden, waardoor het betalingsverkeer ook tijdens een bankencrisis blijft functioneren.

Grootschalige adoptie van private stablecoins maakt monetair beleid lastiger. Stablecoins kunnen de kanalen waarlangs monetair beleid de economie bereikt versterken of verzwakken (Bezemer et al., 2025). Binnen het door banken gedomineerde Europese financiële systeem zullen vooral de transmissiekanalen die via de bankbalansen lopen het meest worden beïnvloed (Altavilla et al., 2026). Onzekerheid over deze effecten bemoeilijkt het vaststellen van de beleidsrente door de ECB (Zlobins, 2025). Wanneer minder duidelijk is hoe renteveranderingen doorwerken in de economie, neemt bovendien het risico toe dat de centrale bank de beleidsrente te hoog of laag vaststelt, terwijl de gevolgen daarvan doorgaans pas met aanzienlijke vertraging zichtbaar worden. Ook gaat een te krap of te ruim monetair beleid gepaard met risico's voor het financiële systeem (Aoki & Nikolov, 2015).

Daarnaast kan bij grootschalige adoptie van dollar stablecoins dollarisering optreden. Dollarisering treedt op als huishoudens voor betaalverkeer overstappen op dollar-stablecoins, waarmee ze feitelijk met dollars in plaats van euro's betalen. Dan verliezen centrale banken niet alleen grip op monetair beleid, maar worden ze ook afhankelijk van een buitenlandse partij voor het geldsysteem. In MiCAR zijn daarom regels opgenomen om deze situatie te voorkomen: met stablecoins in valuta van buiten de EU mogen per dag niet meer dan 200 mln euro aan betaaltransacties worden uitgevoerd (A&O Shearman, 2023). Daarbovenop zou adoptie van Europese betaalmiddelen, zoals een digitale euro of euro-stablecoins, het risico op dollarisering kunnen verkleinen.

[60] De reserves van een stablecoinuitgever vallen, evenals bij andere rekeninghouders, onder het depositogarantiestelsel. Dit stelsel biedt echter slechts dekking tot maximaal 100 dzd euro per rekeninghouder per bank. Stablecoinuitgevers houden doorgaans aanzienlijke tegoeden bij banken aan, waardoor een groot deel van deze middelen boven de grens ongedekt blijft. Voor stablecoins met een omvang van meerdere mln of mld euro's kan het merendeel van de reserves daarom worden beschouwd als feitelijk onverzekerd.

Referenties

Acharya, V. (2003). Is the international convergence of capital adequacy regulation desirable? *The Journal of Finance*, *58*(6), 2745–2782. https://www.jstor.org/stable/3648209

Acharya, V., & Tuckman, B. (2014). *Unintended consequences of LOLR facilities: The case of illiquid leverage*. 606–655. https://doi.org/10.3386/w19773

Acharya, V., Cetorelli, N., & Tuckman, B. (2024). *Where Do Banks End and NBFIs Begin?* (NBER Working Paper 32316). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w32316

Adema, Y., Bettendorf, L., van Bezooijen, E., Freeman, D., & Wache, B. (2025). *Proces van creatieve destructie verzwakt in Nederland*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/system/files/cpbmedia/CPB_publicatie-proces-creatieve-destructie-verzwakt-in-Nederland.pdf

Admati, A. R., & Hellwig, M. (2024). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It—New and Expanded Edition*. Princeton University Press.

Admati, A. R., Demarzo, P. M., Hellwig, M. F., & Pfleiderer, P. (2018). The Leverage Ratchet Effect. *The Journal of Finance*, *73*(1), 145–198. https://doi.org/10.1111/jofi.12588

Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, *19*(3), 418–437. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2008.12.002

Adrian, T., Bains, P., Bechara, M., Cerutti, E., Forte, S., Grinberg, F., Gullo, A., Hengge, M., Jekabsone, A., Kao, K., Mancini Griffoli, T., Martinez Peria, S., Miccoli, M., Reuter, M., & Sugimoto, N. (2025). *Understanding Stablecoins*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/dp/2025/english/usea.pdf

Ahmed, R., & Aldasoro, I. (2026). *Stablecoins and safe asset prices* (BIS Working Papers 1270). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/work1270.pdf

Aldasoro, I., Doerr, S., & Rees, D. (2026). *Financing the AI boom: From cash flows to debt* (BIS Bulletin 120). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bisbull120.pdf

Altavilla, C., Boucinha, M., Burlon, L., Adalid, R., Fortes, R., & Maruhn, F. (2026). *Stablecoins and monetary policy transmission* (Working Paper 3199). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3199~ad552b59ec.en.pdf?29598459ce5cb2f1d4ed056e3866255f

Andersen, F., Andersson, M., Cecchetti, S., Giuliana, R., Pelca, U., Rice, J., Sarchi, C., & De Vries, A. (2025). *Navigating tail risks: Assessing euro area economic growth and equity market vulnerabilities* (Macroprudential Commentaries 9). European Systemic Risk Board. https://www.esrb.europa.eu/pub/series/commentaries/html/ESRB_commentary_2512.en.pdf

Andreeva, D., Botelho, V., Ferrante, A., Gornicka, L., & Lenoci, F. (2024). *Low firm productivity: The role of finance and the implications for financial stability*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202411_02~4161cc6124.en.html

Anti-CBDC Surveillance State Act, H.R. 1919, U.S. Congress (2025). https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/1919

A&O Shearman. (2023). *MiCAR under the microscope—Part 3: The issuance of stablecoins under MiCAR: Scope and requirements*. https://www.jdsupra.com/legalnews/micar-under-the-microscope-part-3-the-3149825/

Aoki, K., & Nikolov, K. (2015). Bubbles, banks and financial stability. *Journal of Monetary Economics*, *74*, 33–51. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.05.002

Avalos, F., Doerr, S., & Pinter, G. (2025). *The global drivers of private credit* [BIS Quarterly Review]. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503b.pdf

Bats, J. V., & Houben, A. C. F. J. (2020). Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk. *Journal of Banking & Finance*, *114*, 105776. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105776

BCBS. (2010). *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*. Basel Committee on Banking Supervision. https://www.bis.org/publ/bcbs173.htm

BCBS. (2017). *Basel III: Finalising post-crisis reforms*. Basel Committee on Banking Supervision. https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm

BCBS. (2025). *Progress report on adoption of the Basel regulatory framework.* Basel Committee on Banking Supervision. https://www.bis.org/bcbs/publ/d525.htm

Beck, T., Peltonen, T., Perotti, E., Sánchez Serrano, A., & Suarez, J. (2023). *Corporate credit and leverage in the EU: recent evolution, main drivers and financial stability implications* (Reports of the Advisory Scientific Committee 14). European Systemic Risk Board. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/274122/1/185258761X.pdf

Bednarek, P., Briukhova, O., Ongena, S., & von Westernhagen, N. (2025). Effects of bank capital requirements on lending by banks and non-bank financial institutions. *Journal of Financial Intermediation*, *63*, 101167. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2025.101167

Behn, M., & Reghezza, A. (2025). *Capital requirements: A pillar or a burden for bank competitiveness?* European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op376.en.pdf

Berg, J., Boivin, N., & Geeroms, H. (2025). *The quickly fading memory of why and when bank capital is important*. Bruegel. https://www.econstor.eu/handle/10419/322545

Bertraut, C., Von Beschwitz, B., & Curcuru, S. (2025). *The International Role of the U.S. Dollar—2025 Edition*. Federal Reserve. https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-2025-edition-20250718.html

Bezemer, D., Sanders, M., Kramer, B., & Simić, A. (2025). *Stablecoins and digital euro: Friends or foes of European monetary policy?* EGOV Monetary Policy. https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/296480/MD_SFL%20June%202025_FINAL.pdf

Bijlsma, M., & Mocking, R. (2013). *The private value of too-big-to-fail guarantees*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/de-waarde-van-too-big-fail-garanties

Binder, C. C. (2021). Political Pressure on Central Banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, *53*(4), 715-744. https://doi.org/10.1111/jmcb.12772

Bindseil, U., & Senner, R. (2023). *Destabilisation of bank deposits across destinations: Assessment and policy implications* (Working Paper 2887). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2887~845e136b3b.en.pdf

BIS. (2024). *Annual Economic Report 2024*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2024e.pdf

BIS. (2025). *BIS Quarterly Review, March 2025*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503.htm

BIS. (2026). *BIS Quarterly Review, March 2026*. Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2603.html

BNP Paribas. (2 december 2025). *BNP Paribas join European consortium to launch euro-backed stablecoin*. https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-joins-european-consortium-to-launch-euro-backed-stablecoin

BoE. (2025). *Financial Stability in Focus: The FPC's assessment of bank capital requirements* (Financial Policy Committee). Bank of England. https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-in-focus/2025/fsif-the-fpcs-assessment-of-bank-capital-requirements.pdf

Boissay, F., Cantú, C., Claessens, S., & Villegas, A. (2019). *Impact of financial regulations: Insights from an online repository of studies*. Bank of International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903f.htm

Böninghausen, B., & Vladu, A. L. (2026). *Sloping up: The repricing of euro area yields in 2025*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2026/html/ecb.blog.20260116~4c6200fe58.en.html

Bowman, M. W. (2025). *Remarks at the Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act Outreach Meeting*. Federal Reserve Bank of Kansas City. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20251030a.htm

Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*, *22*(6). 2201–2238. https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098

Brunnermeier, M. K., Crockett, A., Goodhart, C. A. E., Persaud, A. D., & Shin, H. S. (Reds.). (2009). *The fundamental principles of financial regulation*. Centre for Economic Policy Research.

Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T., & Seru, A. (2018). *Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks*. 453–483. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.011

Buchholz, M., Loeffler, A., & Sigel, P. (2025). *Do capital requirements and their international differences affect banks' profitability?* Deutsche Bundesbank. https://www.bundesbank.de/resource/blob/970134/c393747bdf50fe6b0f9ac9e77501ba91/472B63F073F071307366337C94F8C870/2025-11-04-dkp-31-data.pdf

Caivano, M., Cova, P., Pallara, K., Pisani, M., & Venditti, F. (2025). *The economic impact of European capital market integration*. VoxEU. https://cepr.org/voxeu/columns/economic-impact-european-capital-market-integration

Carnazza, G., & Liberati, P. (2021). The asymmetric impact of the pandemic crisis on interest rates on public debt in the Eurozone. *Journal of Policy Modeling*, *43*, 521–542. https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.04.001

CBDC Registry. (2026). *Global Registry - Central Bank Digital Currency Programs* [Dataset]. Geraadpleegd op 17 april 2026, van https://cbdcregistry.org/

Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2010). Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows. *Journal of Financial Economics*, *97*(2), 239–262. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.016

Ciurila, N., & Luginbuhl, R. (2023). *Hand-to-mouth-huishoudens: Een vergelijking tussen Nederland en andere Europese landen*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/system/files/cpbmedia/omnidownload/CPB-Publicatie-Hand-to-mouth-huishoudens-een-vergelijking-tussen-Nederland-en-andere-Europese-landen.pdf

Clahsen, A., & Van der Korst, D. (2025, November 17). DNB gaat Nederlandse blootstelling aan private credit verder onderzoeken. *Het Financieele Dagblad*. Geraadpleegd op 23 april 2026, van https://fd.nl/financiele-markten/1577758/dnb-gaat-nederlandse-blootstelling-aan-private-credit-verder-onderzoeken

CoinMarketCap. (2026). *Top Stablecoin Tokens by Market Capitalization* [Dataset]. Geraadpleegd op 17 april 2026, van https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/

Coste, C.-E. (2024). *Toss a stablecoin to your banker: Stablecoins' impact on banks' balance sheets and prudential ratios* (Occasional Paper Series 353). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op353~11120d3428.en.pdf

CPB. (2025). *Risicorapportage Financiële Markten 2025*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/risicorapportage-financiele-markten-2025

CPB. (2026a). *Centraal Economisch Plan 2026*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPBRaming-Centraal-Economisch-Plan-2025-.pdf

CPB. (2026b). *De economische impact van hogere energieprijzen door de Iranoorlog*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/de-economische-impact-van-hogere-energieprijzen-door-de-iranoorlog

CPB. (2026c). *Verantwoording Centraal Economisch Plan 2026*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/centraal-economisch-plan-cep-2026-verantwoording

CRR3 - Regulation (EU) 2024/1623 Amending Regulation (EU) No 575/2013, European Union, Regulation (EU) 2024/1623 (2024). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202401623

Dagher, J., Dell'Ariccia, G., Laeven, L., Ratnovski, L., & Tong, H. (2016). Benefits and Costs of Bank Capital. *IMF Staff Discussion Note*, *2016*(4). https://doi.org/10.5089/9781498387712.006

De Guindos, L. (2019). *International spillovers of monetary policy and financial stability - Speech at the ECB Watchers Conference*. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190327_3~487f149635.en.html

DeAngelo, H., & Stulz, R. M. (2015). Liquid-claim production, risk management, and bank capital structure: Why high leverage is optimal for banks. *Journal of Financial Economics*, *116*(2), 219–236. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.011

Dell'ariccia, G., & Marquez, R. (2006). Lending booms and lending standards. *The Journal of Finance*, *61*(5), 2511–2546. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01065.x

Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, *91*(3), 401–419. https://www.jstor.org/stable/1837095

DNB. (2024a). *Overzicht Financiële Stabiliteit, Voorjaar 2024*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/3yapcquo/dnb-ofs-voorjaar-2024.pdf

DNB. (2024b). *Weerbaar in een gure wereld*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/1nwjyfr1/weerbaar-in-een-gure-wereld.pdf

DNB. (2025a). *Overzicht Financiële Stabiliteit, Najaar 2025*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiele-stabiliteit-najaar-2025/

DNB. (2025b). *Overzicht Financiële Stabiliteit, Voorjaar 2025*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiele-stabiliteit-voorjaar-2025/

DNB. (2025c). *Risico's voor financiële instellingen door blootstelling aan techaandelen nemen toe*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/13bnjmyg/risico-s-voor-financi%C3%ABle-instellingen-door-de-blootstelling-aan-techaandelen.pdf

DNB. (2026a). *Monitor leennormen en financiële stabiliteit*. De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/qgalhjub/85566_2500359_dnb_brochure-fs-monitor_nl_tg_pdfa-1.pdf

DNB. (2026b). *Pensioenfondsen (toezicht)*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 28-04-2026, van https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/pensioenen/

DNB & AFM. (2024). *Liquiditeitsrisico's derivaten pensioenfondsen onder verschillende stress scenario's*. De Nederlandsche Bank & Autoriteit Financiële Markten. https://www.dnb.nl/media/vfadtdjx/77776-dnb-liquiditeitsrisico-s-derivatenportefeuilles-pensioenfondsen_web.pdf

DNB & AFM. (2025). *Digitale afhankelijkheid in de financiële sector*. De Nederlandsche Bank & Autoriteit Financiële Markten. https://www.dnb.nl/media/fmmnlfom/brochure-atlas.pdf

DNB & MinFin. (2025). *Ministry of Finance and DNB make recommendations for a more consistent use of the Countercyclical Capital Buffer in Europe*. De Nederlandsche Bank & Ministerie van Financiën. https://www.dnb.nl/en/sector-news/supervision-2025/ministry-of-finance-and-dnb-make-recommendations-for-a-more-consistent-use-of-the-countercyclical-capital-buffer-in-europe/

Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness*. European Commission. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en

Du, C., Sonawane, R., & Watsky, C. (2025). *In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins*. Federal Reserve. https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/in-the-shadow-of-bank-run-lessons-from-the-silicon-valley-bank-failure-and-its-impact-on-stablecoins-20251217.html

Du, W. (2026, April 15). *The Dollar Is Still King—But Treasury Bonds Have Lost Their Crown*. Harvard Business School. https://www.library.hbs.edu/working-knowledge/dollar-is-still-king-but-treasury-bonds-have-lost-their-crown

Du, W., Keerati, R., & Schreger, J. (2025). *Decoupling Dollar and Treasury Privilege*. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/files/ifdp1427.pdf

E6. (2026). *Gezamenlijke brief ministers van Financiën van Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, Polen en Spanje aan de Europese Commissie, de Eurogroep en de Raad van de EU*. https://open.overheid.nl/documenten/62cf9225-308a-46cf-a983-bdfb43c37680/file

EBA. (2024a). *Regulatory Technical Standards to further specify the liquidity requirements of the reserve of assets under Article 36(4) of Regulation (EU) 2023/1114*. European Banking Authority. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-06/580db2f3-8370-4927-baa3-0f995722b417/Final%20report_draft%20RTS%20further%20specifying%20the%20liquidity%20requirements%20Article%2036%204.pdf

EBA. (2024b). *Risk Assessment Report of the European Banking Authority* (November 2024). European Banking Authority. https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eu-banks-continue-be-robust-although-risks-geopolitical-tensions-and-cyber-threats-remain

EBA. (2025). *2025 EU-wide stress test*. European Banking Authority. https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-results-its-2025-eu-wide-stress-test

EBA. (2026). *Risk Dashboard 2025Q4—Middle East* [Dataset]. Geraadpleegd op 23 april 2026, van https://edap-public.eba.europa.eu/Report/index/Mjg=?rhversion=20260423085052-2

EBF. (2026). *Letter from EBF President to the President of the European Council*. European Banking Federation. https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2026/02/EBF_046906-Letter-from-EBF-President-S.-Krupa-to-the-President-of-the-European-Council-10-February-2026-Final-.pdf

EC. (2025). *Commission Work Programme 2025*. European Commission. https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:149fe240-e92c-11ef-b5e9-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF

EC. (2026). *Targeted consultation on the competitiveness of the EU banking sector*. European Commission. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations-0/targeted-consultation-competitiveness-eu-banking-sector-2026_en

ECB. (2022). *Financial Stability Review, November 2022*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html

ECB. (2024). *Financial Stability Review, November 2024*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202411~dd60fc02c3.en.html

ECB. (2025a). *Financial Stability Review, May 2025*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/pdf/ecb.fsr202505~0cde5244f6.en.pdf

ECB. (2025b). *Financial Stability Review, November 2025*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/pdf/ecb.fsr202511~263b5810d4.en.pdf

ECB. (2025c). *Outsourcing trends in the banking sector*. European Central Bank. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/supervisory-newsletters/newsletter/2025/html/ssm.nl250219_2.en.html

ECB. (2025d). *Simplification of the European prudential regulatory, supervisory and reporting framework*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/pubbydate/2025/html/ecb.simplification_supervisory_reporting_framework202512.en.html

ECB. (2026a). *Annual Report on supervisory activities 2025*. European Central Bank. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/other-publications/annual-report/html/ssm.ar2025~6ee989dc7e.en.html

ECB. (2026b). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area, March 2026*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/projections/html/ecb.projections202603_ecbstaff~ebe291cd3d.en.html#_Alternative_scenarios_regarding

ECB. (2026c). *Supervisory priorities 2026-2028*. European Central Bank. https://www.bankingsupervision.europa.eu/framework/priorities/pdf/ssm.supervisory_priorities202511.en.pdf

ECB & ESRB. (2024). *Eurosystem response to EU Commission's consultation on macroprudential policies for non-bank financial intermediation*. European Central Bank & European Systemic Risk Board. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystem_response_EUcommission_on_macroprudential_policies_NBFI_202411~a38ef4423d.en.pdf

ECB & ESRB. (2026a). *Financial stability risks from geoeconomic fragmentation*. European Central Bank & European Systemic Risk Board. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.report202601_financialstabilityrisks.en.pdf

ECB & ESRB. (2026b). *Financial stability risks from linkages between banks and the non-bank financial intermediation sector*. European Central Bank & European Systemic Risk Board. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report202602_financialstabilityrisks.en.pdf

EIB. (2024). *The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*. European Investment Bank. https://doi.org/10.2867/382579

EIOPA. (2024). *2024 Insurance Stress Test*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. https://www.eiopa.europa.eu/document/download/f8a234b0-a84a-49ff-975e-c47f8849bfc0_en?filename=Report%20-%20Insurance%20Stress%20Test%202024.pdf

EIOPA. (2025). *2025 IORP Stress Test*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. https://www.eiopa.europa.eu/document/download/647c2beb-2337-4e87-bb1f-8a680deca58d_en?filename=Report%20-%20IORP%20Stress%20Test%202025.pdf

EIOPA. (2026). *Institutions for occupational retirement provision (IORPs)—Risk Dashboard*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Geraadpleegd op 28 april 2026, van https://nexteuropa-multisites.s3.eu-west-1.amazonaws.com/www.eiopa.europa.eu/assets/iorps-risk-dashboard/EIOPA-BoS-26-009%202026%20January%20IORP%20Risk%20Dashboard.html#Reserve__funding_risks

ESRB. (2025). *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025*. European Systemic Risk Board. https://www.esrb.europa.eu/pub/nbfi/html/esrb.nbfi202509.en.html

ESRB. (2026). *Countercylical capital buffer*. European Systemic Risk Board. Geraadpleegd op 4 mei 2026, van https://www.esrb.europa.eu/national_policy/ccb/html/index.en.html

EUIFIS. (2026). *European Fiscal Monitor: Winter 2026—Heightened Fiscal Risks and Europe's new Economic Governance Framework*. EU Independent Fiscal Institutions. https://www.euifis.eu/publications/45

European Council. (2025). *Single currency: Council agrees position on the digital euro and on strengthening the role of cash*. https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/19/single-currency-council-agrees-position-on-the-digital-euro-and-on-strengthening-the-role-of-cash/

European Parliament. (2025). *The implementation of Basel standards: Progress, divergence and policy challenges*. Economic Governance and EMU Scrutiny Unit. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/773694/ECTI_IDA(2025)773694_EN.pdf

Farhi, E., & Tirole, J. (2012). Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts. *American Economic Review*, *102*(1), 60–93. https://doi.org/10.1257/aer.102.1.60

FDIC. (2026). *Top Management and Performance Challenges Facing the Federal Deposit Insurance Corporation*. Federal Deposit Insurance Corporation - Office of Inspector General. https://fdicoig.gov/sites/default/files/reports/2026-03/TMPC_Final_March%202026.pdf

Fed. (2023). *Review of the Federal Reserve's supervision and regulation of Silicon Valley Bank*. Federal Reserve. https://www.federalreserve.gov/publications/files/svb-review-20230428.pdf

Fed. (2026a). *What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy?* Federal Reserve. https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm

Fed. (2026b). *Notice of proposed rulemaking: Basel III endgame and supplementary leverage ratio*. Federal Reserve. https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20260319a.htm

Freixas, X., Parigi, B. M., & Rochet, J.-C. (2000). Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central Bank. *Journal of Money, Credit and Banking*, *32*(3), 611–638. https://doi.org/10.2307/2601198

FSB. (2020). *Holistic review of the March 2020 market turmoil*. Financial Stability Board. https://www.fsb.org/2020/11/holistic-review-of-the-march-market-turmoil/

FSB. (2025). *Leverage in nonbank financial intermediation: Final report*. Financial Stability Board. https://www.fsb.org/2025/07/leverage-in-nonbank-financial-intermediation-final-report/

FSB. (2026). *Promoting global financial stability: 2025 FSB Annual Report*. Financial Stability Board. https://www.fsb.org/2026/03/promoting-global-financial-stability-2025-fsb-annual-report/

FSC. (2025). *Verslag Financieel Stabiliteitscomité 24 maart 2025*. Financieel Stabiliteitscomité. https://www.financieelstabiliteitscomite.nl/media/wholdjs4/verslag-financieel-stabiliteitscomit%C3%A9-24-maart-2025.pdf

FT. (2026). *S&P 500 Software Index* [Dataset]. Financial Times. Geraadpleegd op 1 mei 2026, van https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/charts?s=SP500-451030:IOM

Gara, A., Platt, E., & Aliaj, O. (30 maart 2026). Private capital: What are the risks? *Financial Times*. Geraadpleegd op 16 april 2026, van https://www.ft.com/content/214371b3-aad0-405d-88f3-28b371f4c776?syn-25a6b1a6=1

GENIUS Act - Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, S. 1582, United States Congress 119th Congress (2025). https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text

Ghose, R., Master, K., Rugg, R., Bantanidis, S., Shah, R., & Cunningham, D. (2025). *Stablecoins 2030: Web3 to Wall Street*. Citi Institute. https://www.citigroup.com/rcs/citigpa/storage/public/GPS_Report_Stablecoins_2030.pdf

Goldstein, I., Jiang, H., & Ng, D. T. (2017). Investor flows and fragility in corporate bond funds. *Journal of Financial Economics*, *126*(3), 592–613. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.11.007

Gropp, R., Mosk, T., Ongena, S., & Wix, C. (2019). Banks response to higher capital requirements: Evidence from a quasi-natural experiment. *The Review of Financial Studies*, *32*(1), 266–299. https://doi.org/10.1093/rfs/hhy052

Gunther, T., & Serrano Ascandoni, P. (22 april 2026). AI-bedrijven vergroten hun schuldfinanciering in recordtempo. *ESB*. https://esb.nu/ai-bedrijven-vergroten-hun-schuldfinanciering-in-recordtempo/

Gürkaynak, R. S., Kısacıkoğlu, B., & Lee, S. S. (2023). Exchange rate and inflation under weak monetary policy: Turkey verifies theory. *Economic Policy*, *38*(115), 519–560. https://doi.org/10.1093/epolic/eiad020

Hammond, G., & Acton, M. (20 februari 2026). Nvidia and OpenAI abandon unfinished $100bn deal in favour of $30bn investment. *Financial Times*. https://www.ft.com/content/dea24046-0a73-40b2-8246-5ac7b7a54323?syn-25a6b1a6=1

Hanson, S. G., Shleifer, A., Stein, J. C., & Vishny, R. W. (2015). Banks as patient fixed-income investors. *Journal of Financial Economics*, *117*(3), 449–469. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.015

Heijmans, R., & Heuver, R. (2011). *Is this bank ill? The diagnosis of doctor TARGET2* (DNB Working Paper 316). De Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/qs1enjnj/working-paper-316.pdf

Hoendervangers, L., Van Oostveen, B., Weilage, I., & Zaunbrecher, H. (2026). *Toegankelijkheidsmonitor Koopwoningmarkt*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/toegankelijkheidsmonitor-koopwoningmarkt

Houston, J. F., Lin, C., & Ma, Y. (2012). *Regulatory arbitrage and international bank flows*. 1845–1895. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01774.x

Hsu, P.-H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, *112*(1), 116–135. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002

IFR- Regulation (EU) 2015/751 on Interchange Fees for Card-Based Payment Transactions, EU Regulation (2015). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0751

Illes, A., Kosse, A., & Wierts, P. (2025). *Advancing in tandem—Results of the 2024 BIS survey on central bank digital currencies and crypto* (BIS Papers 159). Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap159.pdf

IMF. (2024). *Global Financial Stability Report: October 2024*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2024/10/22/global-financial-stability-report-october-2024

IMF. (2025a). *Global Financial Stability Report—Shifting Ground beneath the Calm*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2025/october/english/text.pdf

IMF. (2025b). *World Economic Outlook—Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2025/october/english/text.pdf

IMF. (2026a). *Global Financial Stability Report, April 2026*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2026/april/english/text.pdf

IMF. (2026b). *World Economic Outlook, April 2026*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

Irani, R. M., Iyer, R., Meisenzahl, R. R., & Peydró, J.-L. (2021). The Rise of Shadow Banking: Evidence from Capital Regulation. *The Review of Financial Studies*, *34*(5), 2181–2235. https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa106

Iyer, R., & Puri, M. (2012). Understanding Bank Runs: The Importance of Depositor-Bank Relationships and Networks. *American Economic Review*, *102*(4), 1414–1445. https://doi.org/10.1257/aer.102.4.1414

Katz, M., Amezoug, A., Ciurila, N., Elbourne, A., Ligthart, M., Kütük, M. M., Soederhuizen, B., Stalenberg, R., & Swierstra, R. (2025). *De financiële verwevenheden van Nederland met de Verenigde Staten*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/de-financiële-verwevenheden-van-nederland-met-de-verenigde-staten

Kramer, B., Hendriks, B., Katz, M., & Soederhuizen, B. (2022). *Heeft de contracyclische kapitaalbuffer een effect op de kredietverlening*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/system/files/cpbmedia/omnidownload/CPB-Publicatie-Heeft-de-contracyclische-kapitaalbuffer-een-effect-op-de-kredietverlening.pdf

Krogstrup, S., Sangill, T., & Von Sicard, M. (2024). *Containing Technology-Driven Bank Runs*. International Monetary Fund. https://www.imf.org/-/media/files/publications/fandd/article/2024/03/krogstrup.pdf

Lammers, S., Scheepstra, F., & Elbourne, A. (2024). *Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Een-analyse-van-Nederlandse-bedrijfsschulden.pdf

Leucci, S. (2026). *Central Bank Digital Currency*. European Data Protection Supervisor. https://www.edps.europa.eu/press-publications/publications/techsonar/central-bank-digital-currency_en

Libertucci, M., McPhilemy, S., & Dzezulskis, Skirmantas. (2026). *Understanding the banking sector capital framework in the European Union*. European Central Bank. https://data.europa.eu/doi/10.2866/0154948

Meijerink, G., Bettendorf, L., Boeters, S., Katz, M., Soederhuizen, B., Stalenberg, R., Swierstra, R., & Van 't Riet, M. (2024). *Kansen en kwetsbaarheden: Economische verwevenheid met de VS*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/kansen-en-kwetsbaarheden-economische-verwevenheid-met-de-vs

Mesonnier, J.-S., & Monks, A. (2015). Did the EBA capital exercise cause a credit crunch in the euro area? *International Journal of Central Banking*, *11*, 75–117. https://www.ijcb.org/sites/default/files/journal/v11n3/ijcb-v11n3-did-eba-capital-exercise-cause-credit-crunch-euro-area.pdf

MiCAR - Regulation (EU) 2023/114 on Markets in Crypto-Assets, EU Regulation (2023). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1114

Miles, D., Yang, J., & Marcheggiano, G. (2013). Optimal bank capital. *The Economic Journal*, *123*(567), 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02521.x

MinEZK. (2024). *IBO Bedrijfsfinanciering: Kies voor baten*. Ministerie van Economische Zaken en Klimaat. Geraadpleegd op 17 april 2026, van https://open.overheid.nl/documenten/8b5a7681-cd67-40f9-a615-7accde9d7ed6/file

Miranda-Agrippino, S., & Rey, H. (2020). U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle. *The Review of Economic Studies*, *87*(6), 2754–2776. https://doi.org/10.1093/restud/rdaa019

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261–297. https://www.jstor.org/stable/1809766

Müller, K., Xu, C., Lehbib, M., & Chen, Z. (2025). *The Global Macro Database: A New International Macroeconomic Dataset* (Working Paper 33714). National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w33714

NVB. (2025). *Position paper: Goldplating en macroprudentieel raamwerk* (Position Paper). Nederlandse Vereniging van Banken. https://www.nvb.nl/publicaties/position-papers-statements/position-paper-gold-plating-van-het-macroprudentiele-raamwerk/

OECD. (2025). *Global debt report 2025*. Organisation for Economic Co-operation and Development. https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2025_8ee42b13-en.html

OECD. (2026a). *Global debt report 2026*. Organisation for Economic Co-operation and Development. https://www.oecd.org/en/publications/global-debt-report-2026_e9d80efd-en.html

OECD. (2026b). *Venture capital investments in artificial intelligence through 2025*. Organisation for Economic Co-operation and Development. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2026/02/venture-capital-investments-in-artificial-intelligence-through-2025_3bcb227f/a13752f5-en.pdf

Parikh, T. (2026). How the Iran war could derail the AI boom. *Financial Times*. Geraadpleegd op 10 april 2026, van https://www.ft.com/content/df3f208a-2512-4a75-b2f3-d3bd27bae2e8?syn-25a6b1a6=1

Reinhardt, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review*, 99(2), 466–472. https://doi.org/10.1257/aer.99.2.466

Schmitz, S. W., Foos, D., Janowski, A., Yung, J., Tomova, M., & Da-Rocha-Lopes, S. (2025). *The Short-Run Endogeneity of Bank Capital: Evidence from Global Banking Data* (SUERF Policy Note 374). SUERF, The European Money and Finance Forum. https://www.suerf.org/publications/suerf-policy-notes-and-briefs/the-short-run-endogeneity-of-bank-capital-evidence-from-global-banking-data

Stein, J. C. (2012). Monetary policy as financial stability regulation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 57–95. https://doi.org/10.1093/qje/qjr054

TARGET2 - Decision of the European Central Bank of 24 July 2007 Concerning the Terms and Conditions of TARGET2-ECB (ECB/2007/7) (2007). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32007D0007&qid=1398234725875

Van der Plaat, M., Huizinga, A., & Swierstra, R. (2025). *Vaste en noodzakelijke lasten van middeninkomens*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/publicatie/vaste-en-noodzakelijke-lasten-van-middeninkomens

Van Nieuwerburgh, S. (2026). *Financing the AI Buildout* (Working Paper). Columbia Business School. https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce-uploads/svannieuwerburgh/papers/FinancingAIBuildout_03192026.pdf

Veron, N. (2024). *Europe's Banking Union at Ten: Unfinished yet Transformative*. Bruegel. https://www.bruegel.org/sites/default/files/2024-07/Nicolas%20book_online.pdf

Vito, L. D., Leite, J. M., & Fuentes, N. M. (2023). *Understanding the Profitability Gap between Euro Area and US Global Systemically Important Banks* (ECB Occasional Paper 2023/327). European Central Bank. https://doi.org/10.2139/ssrn.4545495

Weiner, S. E., & Wright, J. (2005). *Interchange Fees in Various Countries: Developments and Determinants*. Kansas City Fed. https://www.kansascityfed.org/documents/7408/PSCP2005_Weiner-Wright.pdf

Zlobins, A. (2025). *Monetary policy transmission in the euro area: Why this time it's different*. VoxEU. https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-transmission-euro-area-why-time-its-different